



INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO
Departamento de Mestrado de Gestão Financeira

TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS:
Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na
***Euronext* Lisboa**

Isidro Gomes Semedo

Dissertação apresentada no Instituto
Superior de Gestão para obtenção do
Grau de Mestre em Gestão Financeira.

Orientadora: Professora Doutora Sacramento Costa

Lisboa
2015

Resumo

As decisões sobre estrutura de capital sempre foram consideradas das mais importantes no contexto da gestão financeira das empresas. O artigo de Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capitais sobre o valor da empresa originou o aparecimento de diversas teorias, nomeadamente a teoria do Efeito Fiscal, do *Trade Off*, dos Custos de Agência, da Hierarquização das fontes de financiamento, da Sinalização e do *Market Timing*.

O presente trabalho teve como objetivo principal testar a aplicabilidade das referidas teorias nas empresas portuguesas não financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa em 2015, durante o período 2010-2014.

Utilizou-se como metodologia a estimação de modelos de regressão linear especificados de acordo com as diferentes teorias. Das 33 estimações realizadas, algumas apresentaram bom coeficiente de determinação, evidenciando capacidade explicativa boa ou razoável das variáveis independentes propostas pelas diferentes teorias, nomeadamente valor de mercado, imposto sobre o rendimento, *free cash flow*, dimensão, valor de liquidação dos ativos ou rendibilidade, face às variáveis endógenas *proxys* da estrutura de capitais das empresas que se utilizaram: empréstimos corrente, não corrente e empréstimo total. Os modelos especificados com as variáveis exógenas oportunidades de crescimento e liquidez geral evidenciam não terem estas variáveis um efeito significativo sobre as variáveis dependentes.

Estas evidências reforçam o poder explicativo das teorias da Sinalização e a dos Custos de Agência.

Palavra chave: Estrutura de capitais; Teste às teorias; Empresas cotadas *Euronext* Lisboa; Análise Correlacional; Regressão linear

Abstract

The capital structure decisions have always been considered the most important in the context of corporate financial management. The article Modigliani and Miller (1958) on the irrelevance of capital structure on the value of the company has given rise to several theories, including the theory of Fiscal Effect of Trade Off, of agency costs, the Hierarchy of funding sources, the Signaling and Market Timing.

This study aimed to test the applicability of these theories in non-financial Portuguese companies listed on Euronext Lisbon in 2015, during the period 2010-2014.

It was used a method of estimation a set of linear regression models according to different theories. Of 33 estimates made, some had good coefficient of determination, showing good or reasonable explanatory power of the independent variables offered by different theories, including market value, income tax, free cash flow, size, liquidation value of the assets or profitability, given the proxies endogenous variables of capital structure of the companies that were used: current loans, non-current and complete loan. The models specified with variables exogenous growth opportunities and overall liquidity does not show these variables have a significant effect on the dependent variables.

The evidence reinforces the explanatory power of theories of the Signaling and the Agency costs theories.

Key-words: Capital structure; Test theories; Listed companies Euronext Lisbon; Correlational analysis; Linear regression

Agradecimentos

Sendo este o espaço dedicado a todos aqueles de qualquer forma contribuíram para a realização da presente dissertação, deixo o meu agradecimento a todos eles.

Contudo não posso deixar de salientar, alguns dos que estiverem sempre presentes, dando força e apoio de modo a que o trabalho fosse concluído.

Dessa forma agradeço:

À minha companheira, Marlete Lima, agradeço pela forma como me aturou, pelo modo como sempre me apoiou e acompanhou ao longo desta árdua caminhada. Pelas alegrias, momentos felizes, desânimos e essencialmente pela compreensão, pois sempre soube aconselhar e soube criticar.

À Minha orientadora, Professora Sacramento Costa, por estar sempre presente em todos os momentos que dela necessitei, demonstrando paciência, dedicação e boa vontade comigo, além dos incentivos constantes nos momentos mais difíceis.

Por último, um agradecimento especial à minha família que sempre me apoiou e que, por essa razão, também contribuíram para a realização deste meu objetivo académico.

Lista de Abreviaturas

CMPC – Custo médio ponderado do capital

CIA – *Central intelligence agency*

FMI – Fundo monetário internacional

INE – Instituto nacional de estatística

ETF – Exchange traded fund

RAI – Resultado antes de Imposto

Anexos

Anexo 1-Valores variáveis dependentes.....	95
Anexo 2- Valores variáveis independentes.....	95
Anexo 3- Resultado análise de Correlação	96
Anexo 4- Representação dos encargos financeiros sobre o RAI.....	96

Índice Geral

Resumo.....	I
Abstract.....	II
Agradecimentos	III
Lista de Abreviaturas	IV
Anexos	IV
Índice Geral	V
Índice de Quadros	VI
Introdução	1
1 Estrutura de capital	2
1.1 Conceito	2
2 Teorias da Estrutura de capital	3
2.1 Revisão da Literatura.....	3
2.1.1 Abordagem Tradicional	3
2.1.2 Abordagem de Modigliani e Miller	6
2.1.3 Teoria do efeito fiscal.....	8
2.1.4 Teoria <i>Trade Off</i>	10
2.1.5 Trade Off dinâmico	11
2.1.6 Trade Off estático	11
2.1.7 Teoria dos Custos de Agência.....	13
2.1.7.1 Custos de Agência do Capital Próprio	14
2.1.7.2 Custo de Agência da Dívida	15
2.1.8 Assimetria de informação	17
2.1.9 Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (Pecking Order).....	18
2.1.10 Teoria da Sinalização	21
2.1.10.1 Sinalização pelo nível de endividamento	21
2.1.10.2 Sinalização pela política de dividendos	22
2.1.11 Teoria do <i>Market timing</i>	23
2.1.12 Teoria do <i>Takeover</i>	24
2.1.13 Teoria baseada na perspectiva estratégica.....	25
2.1.14 Teoria do Ciclo de Vida	27
2.2 Evidência Empírica	29
2.2.1 Evidência Internacional	29
2.2.2 Evidência Nacional.....	31
3 Questão de Investigação e Objetivo.....	37
3.1 Questão de investigação	37
3.2 Objetivo da Investigação.....	37
3.3 Importância do Estudo	38
4 Definição do Problema	38
4.1 Definição e Importância da Problemática.....	38
4.1.1 Definição da Problemática	38
4.1.2 Importância da problemática	39
5 Modelo Teórico, Hipóteses e Metodologia.....	41

5.1	Modelo Teórico de Análise e Hipóteses.....	41
5.1.1	A Teoria do Efeito Fiscal.....	42
5.1.2	A Teoria do <i>Trade Off</i>	43
5.1.3	A Teoria dos Custos de Agência.....	44
5.1.4	A Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (<i>Pecking Order</i>).....	45
5.1.5	A Teoria da Sinalização	46
5.1.6	A Teoria do <i>Market Timing</i>	47
5.1.7	Variáveis.....	49
5.1.7.1	Formas de medição das Variáveis Dependentes	49
5.1.7.2	Formas de medição das Variáveis Independentes	50
5.2	Metodologia de Investigação.....	52
5.2.1	Metodologia de investigação utilizada	52
5.2.2	Definição do universo e metodologia de seleção amostral	54
5.2.3	Universo alvo e Universo a observar.....	55
5.2.4	Recolha e Tratamento da informação	58
6	Resultados.....	58
6.1	Resultados do estudo da Correlação e da Auto correlação	58
6.1.1	Resultados da análise Correlacional.....	59
6.1.2	Confronto dos resultados de correlação com o defendido pelas teorias.....	66
6.1.3	Empresas que evidenciaram seguir os argumentos defendidos pelas teorias a testar 68	
6.1.4	Resultados da análise de Autocorrelação.....	70
6.2	Resultado da Estimção dos Modelos de Regressão linear Simples.....	73
6.2.1	Resultado das regressões.....	73
6.2.2	Confronto do resultado das regressões com as hipóteses levantadas e os argumentos defendidos pelas teorias.....	79
Conclusão, Limitações e Recomendações para pesquisas futuras.....		84
Conclusão.....		84
Limitações e recomendações para pesquisas futuras.....		87
Referências Bibliográfica		88

Índice de Quadros

Quadro nº 1 - Características das Fases do Ciclo de Vida.....	28
Quadro nº 2- Trabalhos sobre a estrutura de capitais aplicados ao contexto português.....	32
Quadro nº 3 - Hipóteses e teorias a testar	49
Quadro nº 4 - Ações cotadas na Euronext Lisboa	56
Quadro nº 5 - Seleção da amostra.....	56
Quadro nº 6 - Empresas que constituem a amostra	57
Quadro nº 7 - Chave de leitura para interpretação do coeficiente de Pearson	58
Quadro nº 8 - Síntese dos resultados da análise de correlação e verificação das hipóteses	65
Quadro nº 9 - Empresas e teorias que seguem	70
Quadro nº 10 - Resultado das Autocorrelações	72
Quadro nº 11 - Resultado das regressões.....	73
Quadro nº 12 - Validação das Hipóteses.....	79

Introdução

O artigo de Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capitais sobre o valor da empresa originou o aparecimento de diversas teorias, nomeadamente a teoria do Efeito Fiscal, do *Trade Off*, dos Custos de Agência, da Hierarquização das fontes de financiamento, da Sinalização e do *Market Timing*.

O presente trabalho teve como objetivo principal testar a aplicabilidade das referidas teorias nas empresas portuguesas não financeiras cotadas na Euronext Lisboa em 2015, durante o período 2010-2014.

Este trabalho encontra-se organizado em sete seções. Na primeira seção apresentam-se alguns conceitos utilizados para definir a estrutura de capitais. Na segunda seção divulga-se alguma das teorias desenvolvidas com o objetivo de se compreender as decisões sobre o financiamento das empresas, assim como é feita uma breve apreciação sobre a evidência empírica sobre a estrutura de capital. Na terceira seção formula-se a questão de investigação assim como o objetivo do presente trabalho. Na quarta seção define-se a problemática assim como se explica a sua importância. Na quinta seção apresenta-se os modelos teóricos e as hipóteses desenvolvidas para cada teoria a testar, assim como a metodologia utilizada no presente trabalho. Na sexta seção apresenta-se os resultados obtidos com a análise de correlação, Auto correlação e com a estimação dos modelos e respetiva análise. Para finalizar, apresentam-se as conclusões, as limitações do trabalho, as recomendações para investigações futuras, assim como as referências bibliográficas.

1 Estrutura de capital

1.1 Conceito

A temática da estrutura de capital de uma empresa está relacionada com a escolha entre as duas diferentes fontes de financiamento que as mesmas têm à sua disposição para suprir as suas necessidades financeiras; capitais próprios e/ou capitais alheios.

Segundo Silva (2012) a estrutura de capital está relacionada com a escolha das diferentes fontes de financiamento que as empresas tem ao seu dispor para satisfazer as suas necessidades financeiras.

Na sua maioria os autores concordam que as decisões sobre o financiamento das empresas são altamente importantes pois a combinação eficiente das diferentes fontes de capital à disposição da empresa leva à redução do custo do seu financiamento e consequentemente ao aumento do seu valor.

Segundo Cardoso (2013) a estrutura de capital é um tema que não tem registado uma definição estática. A sua definição tem sido ajustada e atualizada como resultado dos inúmeros estudos realizados. Apesar de ser muito estudada, a estrutura de capital ainda não tem uma definição homogénea. A seguir registam-se algumas das muitas definições defendidas por alguns autores dessa área de estudo.

Cardoso (2013) afirma que a maioria dos estudos define a estrutura de capitais como a proporção entre os capitais alheios de médio-longo prazo e os capitais próprios.

Keown (1985), Duque (1989) e Peyrard (1992) citados por Gomes (2013) acreditam que o conceito de estrutura de capital é diferente do conceito de estrutura financeira. A estrutura financeira engloba todas as fontes de financiamento existentes no passivo, por sua vez na estrutura de capitais apenas constam as fontes de financiamento que resultam de decisões com carácter estrutural.

Romão (2013) considera que a estrutura de capital são os fundos externos a que a empresa recorre para financiar os seus ativos. Salienta que a obtenção dos fundos em questão pode ser feita através de emissão de dívida, de capital ou uma combinação de ambas.

Rogão (2006) e Gomes (2013), assim como Brealey e Myers (1992) definem a estrutura de capital como a carteira de títulos composta pelas enumeras combinações de diferentes títulos que a empresa pode emitir.

Silva (2013), entende a estrutura de capitais como a combinação entre capitais próprios e capitais alheios que é utilizada pelas empresas para financiar os seus ativos. O financiamento dos ativos da empresa pode ter origem no interior da empresa sob a forma de lucros retidos ou no seu exterior através de capital obtido pelos acionistas ou pelos credores.

Schoroeder, Clark e Cathey (2005) citados por Gomes (2013), entendem a estrutura de capital como o efeito de uma combinação entre capital alheio e capital próprio de uma empresa.

A estrutura de capital tem sido um tema alvo de vários estudos ao longo dos anos, tendo sido criadas várias teorias que visam explicar quais os fatores e de que forma os mesmos influenciam as decisões de estrutura de capital. De seguida registam-se algumas das mais notórias teorias desenvolvidas nos últimos anos.

2 Teorias da Estrutura de capital

2.1 Revisão da Literatura

2.1.1 Abordagem Tradicional

A abordagem tradicional pressupõe a existência de uma estrutura de capital ótima, que seria uma combinação entre o capital alheio e o capital próprio, onde é possível minimizar o custo da capital e consequentemente maximizar o valor da empresa.

Os seguidores desta corrente defendem que a empresa deve fazer uso de capital alheio até atingir um custo de capital mínimo, tendo em conta a solvibilidade da empresa. Segundo Suárez (1996), citado por Rebelo (2003), Durand foi o impulsionador dessa abordagem, pois foi o primeiro autor a defender a nível teórico a abordagem tradicional, no seu estudo em 1952. A abordagem tradicional resulta assim como um meio-termo entre a abordagem pelo lucro líquido e a abordagem do lucro operacional líquido do estudo de Durand (1952).

Os argumentos das abordagens seguintes são fundamentizados fazendo uso do Custo médio ponderado do capital (CMPC).

O (CMPC) é custo médio ponderado das diferentes fontes de financiamento que a empresa utiliza, ponderados pelo peso de cada uma delas na sua estrutura de financiamento.

Abordagem pelo Lucro Líquido (*Net Income-NI Method*)

Esta abordagem defende a existência de uma relação positiva entre o nível de capital alheio na estrutura de capital da empresa e o seu valor. Tendo por base a ideia de que os custos da utilização de capitais alheios são inferiores aos da utilização de capitais próprios, o aumento do nível de capital alheio na estrutura de capital da empresa levará a diminuição dos custos de capital da mesma e consequentemente ao aumento do seu valor, como consequência do efeito de alavanca financeira originado pela utilização de capitais alheios. Este efeito verifica-se sempre que os custos financeiros de financiamento são inferiores à rentabilidade do investimento da empresa.

Segundo esta abordagem o custo da utilização de capitais alheios é inferior ao custo da utilização de capitais próprio, à medida que a empresa vai aumentando o nível de capital alheio isso fará com que o custo médio ponderado do capital diminua proporcionalmente. O aumento consecutivo do nível de capital alheio levará a uma aproximação do CMPC ao custo do capital alheio. Esta abordagem defende que a estrutura ótima de capital será adquirida quando o custo médio ponderado do capital for igual ao custo do capital alheio.

Esta abordagem defende uma estrutura de capital composta 100% por capitais alheios ignorando os riscos associados ao aumento do endividamento.

Abordagem do Lucro Operacional Líquido (*Net Income Operating Method – NOI Method*)

Esta abordagem contesta a anterior pois defende que não existe uma estrutura de capital ótima, sendo a estrutura de capital irrelevante pois não altera o valor da empresa. A diminuição do CMPC que seria obtida pelo aumento do capital alheio será absorvida pelo aumento proporcional do custo do capital próprio.

Segundo esta abordagem o aumento do nível de capital alheio na estrutura de capital da empresa fará com que os acionistas prevejam um maior risco e como tal exijam uma rentabilidade maior, compatível com esse risco acrescido.

A diminuição do CMPC proporcionada pelo aumento dos capitais alheios, com um custo menor, será anulada pelo aumento proporcional do custo dos capitais próprios.

Abordagem pelo Método Tradicional

Esta abordagem defende a existência de uma estrutura de capital ótima para cada empresa, que seria a combinação proporcional de capital alheio e capitais próprios de modo a existir um equilíbrio entre o risco e o retorno da empresa, que minimize o custo do capital e que maximize o valor da empresa.

Segundo esta abordagem, visto que o custo do capital alheio é menor, a empresa deve aumentar o nível de capital alheio até ao ponto em que o CMPC atinja um patamar mínimo, sendo esta a estrutura de capital ótima que conduz à maximização do valor da empresa.

Brealey e Myers (1992) salientam que segundo essa abordagem, os acionistas das empresas com um nível de capital alheio moderado tendem a desvalorizar o risco financeiro, não alterando a rentabilidade exigida. Somente exigirão uma rentabilidade maior quando esse nível começar a tornar-se excessivo. Como esses estão sujeitos a um maior risco financeiro do que os credores, decorrente quer da sua posição legal quer institucional, o aumento excessivo do nível do capital alheio fará com que exijam uma rentabilidade superior proporcional ao aumento do risco. Tal como salientado por Rebelo (2003) a rentabilidade exigida pelos acionistas registará uma relação positiva com o rácio de endividamento.

Por sua vez, o custo do capital alheio manter-se-á constante até um determinado nível de capital alheio. Contudo a partir de um nível excessivo de capital alheio os credores irão percecionar um maior risco financeiro e por sua vez também irão exigir igualmente uma rentabilidade maior proporcional ao aumento do risco.

A conduta destes dois *players* fará com que o CMPC apresente um comportamento decrescente até atingir o ponto mínimo, correspondente ao nível de capital alheio ótimo, e crescente a partir desse ponto.

O CMPC decresce até um ponto ótimo, pois até esse ponto as economias que serão obtidas pela maior utilização dos capitais alheios serão maiores do que as deseconomias decorrentes do aumento crescente do custo dos capitais próprios. Nesse ponto ótimo ocorre a exata compensação, onde o custo do capital próprio anula a vantagem de aumentar o nível de capital alheio.

A partir desse ponto verifica se simultaneamente o aumento dos custos do capital próprio e do alheio, que vai resultar no aumento do CMPC.

Conclui-se que para níveis moderados de capital alheio, o valor da empresa aumenta com a sua utilização. A maximização do valor da empresa ocorre no ponto ótimo. A partir desse ponto o aumento do nível de capital alheio afeta negativamente o valor da empresa.

Martins (1999) e Suárez (1996) citados por Rebelo (2003), referem que a abordagem tradicional é muito defendida por gestores financeiros mas como essa não é suportada por nenhum modelo formal não reúne os requisitos para ser considerada uma verdadeira teoria.

2.1.2 Abordagem de Modigliani e Miller

Em 1958, Franco Modigliani e Merton H. Miller, vieram publicamente contradizer a abordagem tradicional através do polémico artigo intitulado “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, que se tornou um marco no estudo do tema. Os autores defenderam que a estrutura de capitais é irrelevante, pois essa não afeta o valor da empresa quando obedecidos certos pressupostos.

Apesar dessa abordagem já ter sido concedida por Durand (1952) na sua abordagem do Lucro Operacional Líquido (*Net Income Operating Method – NOI Method*), os autores foram os primeiros a descrever o modo, ou seja de que forma se confirma essa irrelevância.

Segundo Silva (2013) a abordagem de Modigliani e Miller de 1958 assentava nos seguintes pressupostos:

- I. Mercados de capitais perfeitos;
- II. Inexistência de fricções de mercado: impostos, custos de agência, custos de transação e custos de falência;
- III. Investidores possuem expectativas homogêneas relativamente à rentabilidade futura da empresa;
- IV. Inexistência de oportunidades de arbitragem;
- V. Os investidores comportam-se racionalmente com vista à maximização da sua riqueza. (p.5)

A empresa pode emitir dois tipos de títulos financeiros: obrigações (dívida sem risco) e ações (capital próprio);

Com base nestes pressupostos os autores defenderam a sua abordagem através de três proposições.

Segundo Rogão (2006), na 1ª proposição, os autores afirmam que o valor de uma empresa que faz uso de capital alheio é igual ao valor de uma empresa que não faz uso de capital alheio. Tendo em conta o pressuposto da “Inexistência de oportunidades de arbitragem” que estabeleceram, os autores defendem que, se assim não fosse, seria possível aos investidores obterem lucros livres de risco proporcionais à diferença do valor de ambas, através do mecanismo da arbitragem, vendendo as ações da empresa que se encontra sobrevalorizada e comprando as ações da empresa que se encontra subvalorizada. Esta situação fará com que, do ponto de vista dos investidores, as empresas apresentem o mesmo valor. Confirmando dessa forma a irrelevância da estrutura de capital.

Na 2ª proposição, os autores defendem que o custo dos capitais próprios será proporcional ao nível de capital alheio na estrutura de capital da empresa. A rentabilidade exigida pelos acionistas vai aumentar com o nível de capital alheio, de modo a compensar o aumento da exposição ao risco financeiro. Logo os ganhos obtidos pela maior utilização de capital alheio com um custo menor serão compensados pelo aumento proporcional do custo dos capitais próprios. Confirmando dessa forma a irrelevância da estrutura de capital.

Na 3ª proposição os autores defendem que o que determina o valor da empresa é a política de investimento da empresa e não a sua política de financiamento. A forma como um investimento é financiado é irrelevante para o valor da empresa. O que vai ser relevante para o valor da empresa vai ser a taxa de rentabilidade esperada dos investimentos. A empresa devera aceitar investimentos com uma taxa de rentabilidade igual ou superior ao seu custo do capital.

Após inúmeras críticas ao seu artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, de 1958, em 1963, os autores publicam um artigo “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” onde abandonam o pressuposto da inexistência de impostos.

Novo (2009) refere que os autores afirmaram que o principal objetivo deste artigo era corrigir erro de não terem reconhecido o efeito da fiscalidade no artigo anterior. Os autores reconhecem que à utilização do capital alheio oferece uma vantagem fiscal face à utilização de capital próprio, pois os juros pagos pela utilização de capital alheio poderão ser deduzidos na carga fiscal da empresa, ao contrário dos dividendos pagos pela utilização dos capitais próprios. Dessa forma consideram que as vantagens de utilizar os capitais alheios são maiores do que as tinham sugerido no artigo anterior. Após apresentarem estes argumentos e mantendo os restantes pressupostos estabelecidos no artigo de 1958, os autores incentivam as empresas a fazerem maior uso do capital alheio, sugerindo que a estrutura de capital ótima será aquela que for composta por 100% de capital alheio.

Contudo, os autores alertam que, apesar dos benefícios fiscais obtidos com a utilização de capital alheio, as empresas não devem recorrer ao capital alheio à 100%. As empresas devem estipular limites de endividamento de modo a preservar um certo grau de flexibilidade, pois o excesso da utilização de capital alheio pode aumentar a possibilidade de falência se os fluxos gerados internamente não forem suficientes para cobrir as despesas.

Segundo Suárez (1996), a correção dos autores aproximou a sua abordagem à tradicional, pois apesar de existirem grandes diferenças ao nível dos pressupostos, ambas as abordagens defendem a relevância da estrutura de capital. Enquanto na sua correção de 1963, os autores defendem que a influência que o capital alheio exerce na estrutura de capital se deve à possibilidade dos juros serem dedutíveis fiscalmente, por sua vez, na abordagem tradicional, essa influência deve-se ao efeito que o aumento do nível de capital alheio exerce sobre as taxas de rentabilidade exigidas.

2.1.3 Teoria do efeito fiscal

Esta teoria aparece como consequência do artigo de Modigliani e Miller (1963). Como referido anteriormente, os autores publicaram este artigo pois aperceberam-se de que a consideração do efeito da fiscalidade levaria a conclusões diferentes das obtidas do artigo de 1958.

Neste artigo de 1963, os autores demonstraram que o valor de mercado da empresa é influenciado pela sua estrutura de capital, onde o valor de mercado de uma empresa endividada é igual ao valor de uma empresa não endividada acrescido do valor dos benefícios fiscais associado ao endividamento. É visível que a diferença entre o valor de mercado de uma empresa endividada e de uma empresa não endividada é o valor dos benefícios fiscais associado ao endividamento. Desta forma o valor de mercado de uma empresa endividada não vai depender somente da rentabilidade dos seus ativos como também do nível de capital alheio na sua estrutura de capital e da taxa de imposto sobre o rendimento. Segundo o raciocínio de Modigliani e Miller (1963) a estrutura de capital ótima será aquela que for constituída somente por capital alheio, pois o aumento da poupança fiscal obtida pela maior utilização de capital alheio aumenta o valor de mercado da empresa e os rendimentos para os acionistas.

Esta teoria assenta assim no efeito da fiscalidade sobre a estrutura de capital. Defende que o impacto que a fiscalidade exerce sobre a estrutura de capital se deve à diferença de tratamento fiscal entre os custos suportados com a utilização de capitais próprios e os capitais alheios. Os custos suportados com a utilização de capitais alheios, sob a forma de juros, sendo dedutíveis fiscalmente, possibilitam uma redução na carga fiscal da empresa, por sua vez, os custos suportados com a utilização dos capitais próprios, sob a forma de dividendos, não o possibilitam. Esta situação fará com que o imposto sobre o rendimento das empresas seja um estímulo ao endividamento, pois o financiamento através do endividamento possibilita às empresas reduzirem a sua carga fiscal.

DeAngelo e Masulis (1980) enriquecem esta abordagem ao introduzirem outros benefícios fiscais para além da dívida, tais como, as amortizações e reintegrações, o crédito ao investimento, as contribuições para fundos de pensões, entre outros.

Os autores defenderam que o benefício fiscal resultante da utilização de capital alheio e o benefício fiscal de outras fontes distintas da utilização de capital alheio agem como substitutos entre si, pois conforme a empresa for aumentando o capital alheio diminui a possibilidade de aproveitar em pleno as outras deduções fiscais não relacionadas com o capital alheio. O aumento do nível de capital alheio aumenta consequentemente a probabilidade de a empresa não gerar resultados suficientes que a possibilite usufruir de todas as fontes de poupança fiscal existentes.

Essa situação fará com que o benefício marginal da utilização de capital alheio torne-se decrescente.

Neste contexto, os autores preveem a existência de uma relação negativa entre outros benefícios fiscais não resultantes da dívida e o imposto sobre o rendimento com o endividamento. Em suma a teoria defende a existência de uma estrutura de capital ótima resultante da ponderação entre os prós e contra da utilização de capitais alheios.

2.1.4 Teoria *Trade Off*

Segundo Stewart Myers, citado por Gomes (2012) essa abordagem defende a existência de um rácio ótimo entre Capitais Próprios e Capitais Alheios, obtido através de um “*trade off*” entre os custos e benefícios da utilização de capitais alheios. O autor refere os benefícios fiscais dos capitais alheios como um dos benefícios da utilização de capitais alheios e os custos de falência com um dos custos da utilização de capitais alheios.

De acordo com esta teoria os gestores das empresas devem estimar o nível de capital alheio que maximize o valor da empresa, onde esse valor será maximizado com a utilização de capitais alheios.

Contudo o valor da empresa será restringido pelos custos gerados pela utilização de capitais alheios. Tendo isso em conta será objetivo da empresa atingir o ponto ótimo onde os custos igualam os benefícios do capital alheio, pois a partir deste ponto ótimo a maior utilização de capitais alheios diminui o valor da empresa.

Gomes (2012) resume dizendo que a teoria em si defende que se devem comparar os proveitos e custos inerentes a utilização de capitais alheios, tendo como objetivo a maximização do valor da empresa.

Segundo Gomes (2012) foi Evan Dudley, no seu artigo “*Testing Models of Dynamic Trade Off Theory*”, que identificou a existência de duas abordagens da teoria *Trade Off*, a “*Static Trade Off Theory*” e a “*Dynamic Trade Off Theory*”.

2.1.5 Trade Off dinâmico

Esta abordagem assenta na importância do papel do tempo, das expectativas e dos custos suportados com a obtenção de financiamento. Neste modelo a decisão de financiamento vai depender do nível de financiamento que a empresa prevê vir a precisar para o próximo período. Dessa forma algumas empresas podem prever distribuir fundos e outras angariá-los.

Esta abordagem reconhece a existência de custos suportados nas operações de obtenção de financiamento de tal forma significativa que conseguem influenciar a estrutura de capitais das empresas. Esses custos são intitulados como custos de transação e dizem respeito a todas despesas inerentes à operações de aquisição de financiamento. A existência de custos de transação vai levar as empresas a permitir que a sua estrutura de capital desvie daquela que preveem precisar. As empresas só irão ajustar a sua estrutura de capital para o seu valor ótimo quando os benefícios desse ajustamento forem superiores aos seus custos.

Gomes (2012) com base nas afirmações de Frank e Goyal, descrevem a *Dynamic Trade Off Theory* da seguinte forma:

-“A escolha ótima de financiamento hoje depende do que é esperado que seja ótimo no próximo período de tempo.

-No próximo período de tempo pode ser ótimo angariar ou distribuir fundos.

-A angariação de fundos poderá ser feita através de Dívida ou de Capitais Próprios.

-Em qualquer caso, o que é esperado que seja o ótimo para o próximo período de tempo, é o que servirá de comparação para a empresa o corrente período.” (p.141)

2.1.6 Trade Off estático

Para Murray Z. Frank, e Vidahn K. Goyal, referidos por Gomes (2012), uma empresa segue a *Static Trade Off* se o nível da capital alheio for determinado pelo trade off entre os benefícios fiscais e os custos de falência.

A abordagem *Static Trade Off*, também intitulada por teoria dos custos de falência, procura encontrar um equilíbrio entre os benefícios fiscais dos capitais alheios e os seus custos de falência. Logo, os benefícios fiscais levarão a um maior nível de capital alheio, por sua vez os custos de falência levarão a um menor nível de capital alheio.

Scott (1976) referido por Silva (2013) pressupondo que os mercados são imperfeitos e que é possível uma empresa entrar em insolvência, defende que o nível de capital alheio regista uma relação negativa com o imposto sobre o rendimento da empresa e uma relação positiva com a Tangibilidade dos ativos da empresa, pois a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia reduz significativamente os custos de falência. Descrevendo que quanto maior for a Tangibilidade dos ativos menores serão os custos de falência, que por sua vez levará a um aumento do nível de capital alheio. Por outro lado, os benefícios fiscais, resultantes da utilização de dívida, sendo dedutíveis à carga fiscal da empresa, levam a diminuição do imposto sobre o rendimento. Nesta abordagem, à semelhança da teoria do efeito fiscal, o imposto sobre o rendimento é um incentivo a utilização da dívida, pois os benefícios fiscais obtidos pela utilização da dívida diminuem a carga fiscal das empresas. Dessa forma é expectável que o aumento do endividamento leve a diminuição do imposto sobre o rendimento.

Myers (1984) referido por Silva (2013), sublinha que a estrutura de capital ótima de uma empresa é definida pelo trade off entre os custos de falência e os benefícios fiscais do capital alheio. O autor acredita que quanto maior for a utilização de capital alheio em detrimento do capital próprio, maior será o valor da empresa. Contudo Myers (1984) relembra que a teoria justifica uma utilização moderada de capitais alheios. A empresa irá utilizar capital alheio até ao ponto em que o valor marginal dos benefícios fiscais da utilização adicional de capital alheio seja compensado pelo aumento no valor actual de potenciais custos de falência.

Novo (2009) defende que a probabilidade da empresa incorrer em insolvência é tanto maior quanto maior for o nível de capital alheio na estrutura de capital da empresa. O autor indica que existem dois tipos de custos de falência: os custos diretos e os indiretos:

- “ a) Os custos diretos incluem gastos administrativos e legais, como sejam os honorários de advogados, auditores e peritos que intervêm no processo de falência, assim como gastos legais (tribunais) e o valor do tempo despendido pelos gestores nomeados para administrar a falência, entre outros;
- b) Os custos indiretos incluem vendas perdidas, lucros perdidos, incapacidade de obtenção de crédito.” (p.30)

2.1.7 Teoria dos Custos de Agência

Segundo Novo (2009) a enorme complexidade das empresas tem despertado um grande interesse e diferentes atitudes entre os diversos “*stakeholders*” (gestores, acionistas, credores). Essa situação tem causado conflitos que podem ser prejudiciais ao bom funcionamento e afetar negativamente o seu valor.

Nos anos setenta aparece um novo modelo que procura investigar a relação entre a estrutura de capitais e os interesses, por vezes conflituosos, entre os gestores, os acionistas e os credores, visando diminuir e se possível eliminar os custos que derivam desses conflitos.

Jensen e Meckling (1976) referidos por Correia (2003), são pioneiros nas pesquisas acerca da relação entre os custos de agência e da estrutura de capitais com o seu trabalho “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*” . Segundo Novo (2009) e de acordo com Jensen e Meckling uma relação de agência pode ser definida da seguinte forma:

“...uma relação de agência pode ser denominada como aquela que envolve um contrato em que uma ou mais pessoas (o principal), contrata outra (o agente), para desenvolver algum serviço em seu favor, envolvendo a delegação de algum poder de decisão para o agente.”(p.32)

Jensen e Meckling (1976) referidos por Pinho (2013) afirmam que existirá razões para que se acredite que o agente não agirá sempre de acordo com os interesses do principal, o que originara conflitos entre os dois intervenientes. Esses conflitos intitulados como “problemas de agência” originarão diversos custos.

Pinho (2013) salienta que esses custos designados por “custos de agência” serão de acordo com a sua natureza intitulados por “custos de agência do capital próprio”

quando se referirem a custos originados pelos conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas e “ custos de agência do capital alheio” quando se referir a conflitos de interesse entre acionistas e credores.

2.1.7.1 Custos de Agência do Capital Próprio

Silva (2013) defende que o conflito entre acionistas (principal) e gestores (agente) é consequência da separação entre propriedade e gestão da empresa. Nesta abordagem percebe-se que o gestor tenha maior incentivo em maximizar os seus ganhos em detrimento dos ganhos dos acionistas e da maximização do valor da empresa.

Tal como referido anteriormente os problemas de agência aparecem quando o agente estabelece como prioridade a realização dos seus próprios interesses, antes de cumprir os compromissos estabelecidos com o principal. Essa situação fará com que o principal atue de modo a que o agente não negligencie os seus interesses. Por sua vez o agente atuará de modo assegurar o principal de que atua em prol dos interesses do principal. As medidas tomadas pelos dois intervenientes farão a empresa incorrer em custos, sendo esses apelidados como custos de agência dos capitais próprios.

Segundo Novo (2009) esses custos são resultado do somatório dos seguintes custos:

- “ a) Custos de criação de contratos entre o principal e o agente;*
- b) Gastos nos procedimentos de vigilância das atividades do agente pelo principal;*
- c) Gastos realizados pelo agente para justificar que a sua atuação não prejudica o principal;*
- d) Perdas residuais, que resultam na diminuição da riqueza do principal ocorridas pelas divergências entre as decisões tomadas pelo agente e as que maximizariam a riqueza do principal.” (p.33)*

Segundo Jensen e Meckling (1976) referidos por Gomes (2012), os custos de agência podem ser minimizados ou pelo aumento da participação dos gestores no

capital da empresa, alinhando dessa forma os seus interesses, ou pelo aumento da dívida.

Silva (2013) acrescenta que os autores justificaram que a existência de *cash flow* disponível agrava os conflitos entre os acionistas e os gestores, pois segundo a perspectiva dos gestores esse excedente deveria ser reinvestido na empresa, aonde por sua vez os acionistas defenderiam que esse deveria ser distribuído sob a forma de dividendos.

Jensen e Meckling (1976) demonstraram que a maior utilização de dívida levaria consequentemente a um aumento dos juros pagos pela sua utilização, onde o aumento desses pagamentos periódicos levariam a diminuição do *cash flow* disponível e consequentemente a diminuição dos custos de agência derivados desse excedente.

Dessa forma Jensen e Meckling (1976) sugerem que a solução para este problema seria o aumento do endividamento pois esse permitira reduzir os *cash flows* disponíveis, ou seja, esses excedentes, promover a expansão da empresa e aumentar o seu valor e dessa forma conciliar o interesse dos dois intervenientes, diminuindo os custos de agência existentes. Todavia os autores salientam que com o aumento do endividamento aparecem os custos de agência dos capitais alheios.

2.1.7.2 Custo de Agência da Dívida

Segundo Silva (2013) o aumento do nível de endividamento leva ao conflito de interesses entre os acionistas e os credores. Estes conflitos podem levar a empresa a incorrer em outros custos intitulados de custos de agência do capital alheio, que podem levar a perda de valor da empresa.

Os custos de agência dos capitais alheios estão relacionados com a distribuição da riqueza entre os acionistas e os credores. Dada a responsabilidade limitada dos acionistas, o aumento do nível de capital alheio pode levar os acionistas a tomar decisões de investimento que levam a um aumento do valor do capital próprio em detrimento do capital alheio, o que lhes permite transferir para si as riquezas dos credores

Grinblatt e Titman (2002) referidos por Silva (2013) identificaram três tipos de decisões tomadas pelos acionistas que aumentam esses custos:

Decisões de subinvestimento - "...os acionistas podem decidir não investir em projetos de investimento com valor atual líquido positivo caso o nível de endividamento seja elevado, pois implicaria que a maior parte dos benefícios resultantes do projeto fossem captados pelos credores." "(p.11)

Decisões de substituição de ativos – "...ocorre quando os acionistas tendem a assumir projetos de elevado risco e taxas de juros superiores, mesmo que apresentem um valor atual líquido negativo."(p.11)

Silva (2011) salienta que os acionistas irão substituir investimentos com baixo risco por investimentos com maior risco e com melhores taxas de retorno, pois como os pagamentos aos credores são fixos esses vão arcar com os custos enquanto a maior rentabilidade irá para os acionistas.

Decisões de Miopia- " ...os acionistas tendem a preferir projetos de investimento que geram resultados num horizonte temporal mais curto em detrimento de projetos de investimento mais rentáveis mas cujo horizonte temporal é mais alargado..." (p.11)

Silva (2013) conclui dizendo que os acionistas escolherão estratégias em benefícios próprios que por vezes podem prejudicar os credores e o valor da empresa.

Perante essa situação os credores atuam no sentido de acompanhar e controlar as decisões dos acionistas. Segundo Novo (2009) as medidas mais usuais exercidas pelos credores são:

- i. Não concessão de novos empréstimos à empresa.
- ii. Aumento dos custos de empréstimos a fim de compensarem o aumento do risco inerente a empresa
- iii. Inclusão de cláusulas que permitam aos credores acompanhar a controlar o risco da empresa de modo a evitar que a empresa se valorize à custa de capitais alheios

Neste contexto, Scott (1976) salienta que a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia, reduzem significativamente estes custos, nomeadamente os custos relacionados com vigilância e controlo da dívida concedida, uma vez que quanto maior forem as garantias oferecidas, menor será a probabilidade de incumprimento face ao endividamento.

Os autores defendem que os ativos tangíveis constituem garantias fiáveis na contração de empréstimos, pois registam níveis de liquidação mais elevados em comparação aos ativos intangíveis.

Silva (2011) refere que os autores defendem a existência de custos de agência que aumentem o endividamento e outros que o diminuem.

A teoria defende a existência de uma estrutura de capital ótima aonde esses custos são mínimos e o valor da empresa é maximizado. Sendo a estrutura ótima de capital definida tendo em consideração os custos agência.

Dessa forma o rácio de endividamento ótimo será aquele em que os custos marginais da dívida igualam os seus benefícios marginais, aonde o valor da empresa será maximizado.

2.1.8 Assimetria de informação

Segundo essa abordagem os vários intervenientes da empresa não dispõem da mesma informação.

Gomes (2012) refere que foi George A. Akerlof (1970) com a publicação do seu artigo "*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*", quem introduziu o conceito de informação assimétrica na literatura económica.

Segundo Novo (2009) Ross (1977) foi um dos primeiros investigadores a relacionar a informação e as decisões de investimento. O autor sugeriu uma adaptação da abordagem de Modigliani e Miller de modo a que se possa considerar a estrutura de capital num mundo real onde, segundo o autor, o mercado não possui toda a informação sobre as atividades da empresa.

Harris e Raviv, referidos por Gomes (2012), consideram que existe assimetria de informação quando os gestores das empresas têm em seu poder informações que os investidores não possuem. Os gestores possuem informações operacionais e sobre características das empresas que os investidores não possuem, tais como retornos previstos, os riscos envolvidos, as oportunidades de investimento e as decisões operacionais.

A assimetria de informação originou duas correntes: a teoria da sinalização e a teoria Pecking Order.

A teoria da Sinalização afirma que alterações na estrutura de capital sinaliza um determinado tipo de informação para o mercado. Michael Spence referido por Gomes (2012) foi o primeiro a abordar essa perspectiva com a registação do seu artigo “*Job Market Signaling*”

A teoria Pecking Order defende a existência de uma hierarquia de preferências relativamente às diversas formas de financiamento a disposição da empresa. Segundo Gomes (2012) o trabalho de Stewart Myers e Nicholas Majluf, “*Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*” de 1984, é a grande referência desta teoria.

2.1.9 Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (Pecking Order)

A teoria Pecking Order foi desenvolvida por Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

Segundo Silva (2011) os autores defendem que as decisões de financiamento são tomadas de acordo com uma hierarquia de preferências pelas fontes de financiamento a disposição da empresa. Esta é estabelecida porque a assimetria de informação existente entre os gestores e os investidores criam muitos condicionantes ao financiamento externo. Tal como frisado por Frank e Goyal (2003) referidos por Romão (2013), quando os gestores possuem mais informação sobre a atividade da empresa do que os potenciais investidores esta situação gera inconvenientes que penalizarão as empresas financeiramente quando estas procurarem financiamento.

Silva (2011) acrescenta que quando os investidores externos percecionarem que possuem menos informação do que os acionistas e os gestores, esta situação pode levá-los a subavaliar o valor da empresa. Contudo esta situação pode ser evitada pelos gestores ao estabelecer esta hierarquia das fontes de financiamento. Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) referidos por Romão (2013), confirmam esta situação afirmando que a assimetria de informação ira determinar esta hierarquia

Esta abordagem defende que as oportunidades de investimento das empresas sejam primeiramente financiadas por fundos gerados internamente, depois por emissão de dívida e depois, e apenas como último recurso, por emissão de capital.

Segundo Silva (2011), com base nos trabalhos de Donaldson (1961), Myers (1984), Myers e Majluf (1984), a teoria Pecking Order ordena as fontes de financiamento da seguinte forma:

Em primeiro lugar, as que são mais afetadas pelos custos de informação e oferta e que ao mesmo tempo possuem menor risco. Sendo estas os fundos gerados internamente.

Em segundo lugar, optam por fontes de financiamento que possuem um nível inferior de risco, e consequentemente um custo menor, e depois pelas que possuem um nível superior. Nesta fase a empresa optara por emitir dívida de curto prazo e somente depois emitira dívida de médio longo prazo. Flannery (1986), defendeu nos seus estudos que essa situação deve-se ao facto da dívida de curto prazo ser menos sensível às mudanças de valor da empresa ao contrário da dívida de longo prazo.

Em terceiro e último lugar, optam pela fonte de financiamento que possui mais custos de informação, sendo esta a emissão de capital próprio.

Gomes (2013), com base em Myers (1984) e Brealey e Myers (1998), frisa o seguinte sobre a hierarquização das fontes de financiamento das empresas;

“O autofinanciamento é o recurso primordial;

Os gestores direcionam as suas metas referentes aos índices de distribuição de dividendos para as oportunidades de investimento, enquanto tentam também evitar alterações repentinas nos dividendos.

Alterações nos fundos gerados internamente surgem, em consequência tanto de políticas de dividendos como de variações não previstas quer a nível de resultados quer ao nível do endividamento, as quais podem ser superiores ou inferiores às necessidades de investimento. Quando forem superiores a empresa irá amortizar a dívida ou investir em valores mobiliários negociáveis ou, contrariamente, recorrerá ao saldo de tesouraria ou venda da sua carteira de valores mobiliários negociáveis em casos de variações inferiores.

Por fim, em caso de necessidade, a empresa recorrerá ao financiamento externo, começando pela dívida, passando pela possível emissão de títulos híbridos, e por fim a emissão de ações. Seguindo o pensamento de Weston e Bringham (2000), a teoria da hierarquização das fontes de financiamento defende que em períodos normais, as empresas devem utilizar menos dívida do que o sugerido pela teoria que tem por base o benefício fiscal do endividamento.” (p.18)

Tal como defendido pela teoria e referido por Silva (2011), a preferência dos gestores pelo autofinanciamento irá influenciá-los a reter resultados para financiar investimentos futuros, e consequentemente essa situação resultará num aumento do ativo da empresa. Por sua vez no curto prazo, as empresas que possuem ativos líquidos suficientes, não recorrem ao aumento do endividamento, onde o aumento do ativo corrente é expectável levar à menor utilização da dívida. Dessa forma prevê-se que quanto maior for a liquidez geral da empresa, ou seja as suas disponibilidades financeiras, menor será a utilização da dívida.

Novo (2009) conclui no seu trabalho que neste contexto as empresas com elevada capacidade de gerar fundos registarão um nível baixo de capital alheio. Por outro lado empresas com reduzida capacidade registarão um nível superior de capital alheio, pois tenderão a emitir mais dívida.

Myers (2001) referido por Silva (2013), defende que esta teoria ajuda a compreender o facto das empresas mais rentáveis possuírem um nível mais baixo de capital alheio. Aonde uma maior rentabilidade implica por sua vez uma maior capacidade de gerar fundos internamente e consequentemente uma menor necessidade de recorrer ao endividamento. Logo o aumento da rentabilidade levará à diminuição do endividamento.

Segundo o autor as empresas com boas perspetivas futuras de evolução, e quando os fundos gerados não forem suficientes, preferirão obter financiamento através da emissão de dívida, o que, pelo efeito de sinalização, originará uma reação positiva do mercado, levando ao aumento do preço das suas ações.

Caso esta necessite de algum financiamento adicional, essa situação permitirá que se financie pela emissão de capital de forma mais eficiente.

Shyam-Sunder e Myers (1999) referidos por Silva (2013), argumentam que o rácio de endividamento altera-se com a diminuição/aumento das necessidades de recursos externos e não porque as empresas ambicionam encontrar uma estrutura ótima de capitais.

2.1.10 Teoria da Sinalização

Novo (2009) defendeu que “Os gestores possuem informações sobre as empresas e, através de programas de incentivos sinalizam as informações da estrutura financeira da empresa para o Mercado”(p.36). Essa abordagem levou ao desenvolvimento da teoria de Sinalização, que segundo Novo (2009) foi impulsionada por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977). Esta teoria defende que o valor dos títulos emitidos pelas empresas vai depender da forma como o mercado interpretar as suas decisões financeiras. Os investidores irão interpretar estas decisões como sinais que fornecem indícios sobre futuros fluxos de rendimento da empresa, ou seja, indícios sobre o que vai acontecer à empresa no futuro.

De acordo com Gama (200,p.66) citado por Novo (2009) “os sinais mais utilizados no domínio financeiro são: a sinalização pelo nível de endividamento e pela política de dividendos”(p.36)

2.1.10.1 Sinalização pelo nível de endividamento

Neste contexto a sinalização enviada para o mercado é feita através da emissão de dívida. Segundo Gomes (2012) os investidores interpretarão níveis superiores de emissão de dívida como sinais positivos da qualidade do negócio da empresa.

Veem assegurado um futuro otimista para a empresa. A viabilidade da informação obtida por essa sinalização é garantida pelo profissionalismo e responsabilidade dos gestores. Por sua vez, se os gestores sinalizarem informações incorretas esses serão penalizados pelo mercado.

Este modelo tem por base que as empresas conhecem os seus fluxos de caixa futuros e que uma das formas de sinalizarem ao mercado de que têm confiança nos resultados dos seus investimentos é aumentando o nível de capital alheio através da emissão de dívida.

A emissão de dívida sinaliza ao mercado que as empresas usufruem de um bom desempenho financeiro que lhes permitirá gerar fluxos suficientes para pagar os juros e amortizar a dívida a longo prazo.

Dessa forma é expectável uma relação positiva entre o nível de capital alheio e o valor de mercado da empresa.

Segundo esta teoria essa relação será mais visível nas empresas de maior dimensão pois devido a sua maior facilidade de acesso ao financiamento externo, conseguem financiar-se a custos relativamente inferiores. Essa situação deve-se ao facto destas empresas terem mais informação, assim como o facto de geralmente a disponibilizarem, o que permite que os problemas inerentes a assimetria de informação entre os diversos agentes económicos sejam inferiores. Isto permite às empresas realizar essa sinalização de forma mais eficiente, assim como o próprio fator dimensão é uma forma de sinalização ao mercado, pois as empresas de maior dimensão são percecionadas como empresas com atividades mais diversificadas e dessa forma um menor risco e problemas de assimetria de informação. Possuindo menores constrangimentos no acesso à dívida, em comparação as empresas de menor dimensão. Dessa forma é expectável que o fator dimensão seja um estímulo ao endividamento.

Novo (2009) conclui referindo que empresas com maiores dificuldades financeiras irão ter um nível mais baixo de capital alheio, ou porque o seu acesso é restrito ou porque os custos serão muito elevados.

2.1.10.2 Sinalização pela política de dividendos

Esta forma de sinalização baseia-se em alterações não esperadas na política de distribuição de dividendos das empresas como meio de sinalização para o mercado. Num contexto de assimetria de informação, os investidores consideram a política de distribuição de dividendos como um indicador importante pois estas podem refletir as expectativas dos gestores quanto ao desempenho futuro da empresa. Dessa forma, a política de distribuição de dividendos permite aos investidores percecionarem a existência de oportunidades de rendimentos futuros da empresa.

Ross (1977) citado por Cardoso (2013), defende que neste contexto existe uma relação positiva entre a variação positiva da política de distribuição de dividendos e a reação do mercado.

Contudo, de acordo com Novo (2009), este tipo de informação é uma forma de sinalização muito importante mas infelizmente não é aconselhável a empresas com dificuldades financeiras, pois correm o risco de não possuir os fundos necessários para fazer o pagamento dos respetivos dividendos à data prevista.

Gama (2000,p.72) referido por Novo (2009), frisa “Dada a assimetria da informação, não é possível obter de forma fácil e barata informação acerca dos lucros presentes e futuros da empresa, pelo que os investidores tendem a “agarrar-se” a qualquer pista, constituindo os dividendos um indicador valioso da situação económico-financeira da empresa.”(p.38)

2.1.11 Teoria do *Market timing*

A teoria do *Market timing* é umas das abordagens teóricas sobre a estrutura de capitais mais atuais, Os autores tentam explicar a estrutura de capital baseando-se na assimetria de informação. Esta teoria foca-se no momento da emissão de ações por parte das empresas e considera a existência de um mercado imperfeito e ineficiente. As “falhas” desse mercado possibilitarão à empresa realizar um encaixe a um custo inferior.

Rogão (2006) e Graham e Harvey (2001), após encontrarem suporte limitado na teoria da Hierarquia das fontes de financiamento e na teoria *Static Trade Off*, mencionaram a prática *Market Timing* como um factor crucial na estrutura de capital das empresas.

Contudo, foi Baker e Wurgler (2002), referidos por Rogão (2006),que introduziram a teoria *Market Timing*. Segundo os autores, essa abordagem teórica sobre a estrutura de capitais defende que a estrutura de capitais das empresas é o resultado acumulado das várias tentativas passadas de aproveitar condições favoráveis do mercado de ações, pelos gestores das empresas. Estes emitem novas ações quando percecionam que estas estão sobreavaliadas pelo mercado e recompram-nas quando percecionam que estão subavaliadas.

Romão (2013) refere que esta teoria incide sobre a forma como os gestores tentam aproveitar as tendências do mercado de capitais relativamente ao valor dos títulos. O objetivo dessa prática é explorar as variações dos mercados de modo a otimizar o financiamento de oportunidades de investimento.

As empresas tendem a emitir novas ações em detrimento da emissão de dívida quando o seu valor de mercado é superior ao seu valor contabilístico e quando o seu valor de mercado é inferior ao seu valor contabilístico elas tendem a emitir dívida em detrimento da emissão de novas ações.

Baker e Wurgler (2002) chegam a conclusão de que o rácio *Market to Book*, que consiste em medir a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o seu valor registado na contabilidade, “reflete a percepção do erro de avaliação das ações da empresa”. Quando os valores desse rácio forem elevados significa que a empresa encontra-se sobrevalorizada pelo mercado e os gestores optam por emitir ações. Quando os valores desse rácio forem baixos significa que as ações da empresa estão subvalorizadas pelo mercado e os gestores optam por recorrer à dívida. O rácio *Market to Book* está relacionado com a emissão de ações pois permite aos gestores explorarem as percepções do mercado.

2.1.12 Teoria do *Takeover*

Esta teoria aparece nos anos oitenta em consequência do enorme crescimento de “*takeovers*” como do aumento do interesse de vários investigadores sobre a relação existente entre a estrutura de capital e os “*takeovers*”. Um “*takeover*” ou aquisição, é a compra total ou da maioria do capital de uma empresa por outra, normalmente visam a tomada de controlo, ou seja, a transferência do controlo de uma empresa, de um grupo de acionista para outro. Por sua vez, os “*takeovers*”, ou aquisições, podem ser amigáveis ou hostis “*hostile takeover*”. Quando o Conselho de Administração da empresa alvo da aquisição é a favor da operação trata-se de uma aquisição amigável, por sua vez, quando esta é contra a realização dessa operação trata-se de uma aquisição hostil “*hostile takeovers*”.

Harris e Ravis (1991) referem que a ideia base dessa teoria é que as ações ordinárias, ao contrário da dívida, são títulos que possuem direitos de voto. Os autores acreditam que a estrutura de capital de uma empresa consegue influenciar o resultado de um “*hostile takeover*”.

Através do seu efeito na distribuição de direitos de voto, nomeadamente no caso da quantidade de direitos detidos pelos gestores da empresa.

Gomes (2012), expõe que os resultados dos trabalhos que visam explicar a relação entre os “*takeovers*” e a estrutura de capital têm na sua maioria concluído que uma ameaça de um “*hostile takeover*” normalmente leva a um aumento do nível de capital alheio. A ameaça de um “*hostile takeover*” pode levar os gestores a maximizarem o preço das ações da empresa de modo a protegerem-se.

Da mesma forma que a teoria da sinalização, eles irão aumentar o nível da capital alheio para sinalizar ao mercado que a empresa se encontra com uma boa saúde financeira, aumentando dessa forma o valor das suas ações e consequentemente o seu valor de mercado.

Os autores Harris e Raviv, no seu artigo “*The theory of capital structure*” de 1991, que incide sobre a relação existente entre a estrutura de capital e os processos de “*takeovers*” chegaram as seguintes conclusões:

- As empresas que sejam alvo de “*hostile takeovers*” irão aumentar os seus níveis de capital alheio o que levará a um aumento do preço das suas ações.
- A utilização de capitais alheios tem uma relação negativa com a possibilidade de sucesso do “*hostile takeovers*”.
- As empresas que tenham sido alvo de um “*hostile takeovers*” sem êxito registrarão um maior nível de capital alheio do que as com êxito.

Os autores sugerem que essa teoria seja interpretada como uma teoria de curto prazo, em que as alterações a estrutura de capitais são realizadas para colmatar ameaças eminentes de “*takeover*”.

2.1.13 Teoria baseada na perspectiva estratégica

Esta abordagem aparece nos finais dos anos oitenta, registada por diversos investigadores da gestão estratégica. Estes propuseram a perspectiva estratégica como uma nova abordagem ao estudo da estrutura de capital. Acreditaram que esta perspectiva aliada a perspectiva financeira ajudará a obter uma maior compreensão da problemática da estrutura de capital.

Correia (2003) salienta alguns autores que têm investigado a relação entre a estrutura de capital das empresas e as suas estratégias empresarial e de negocio, entre eles encontravam se Barton e Gordon (1987) e Lowe, Naughton e Taylor

(1994). Contudo salienta que até a altura existia pouco trabalho empírico e teórico desenvolvido nessa área.

Correia (2003) expõe no seu trabalho as cinco proposições que os investigadores desta teoria acreditavam representar a aplicação da perspectiva estratégica a problemática da estrutura de capital. Sendo estes os seguintes:

“Proposição I – A propensão ao risco pela gestão de topo influenciará a estrutura de capital da empresa.” (p.97)

“Proposição II – Os objetivos da gestão de topo influenciarão a estrutura de capital da empresa.”(p.97)

“Proposição III – A gestão de topo irá preferir financiar as necessidades da empresa com fundos gerados internamente do que recorrer a credores externos ou até mesmo a novos acionistas.”(p.97)

“Proposição IV – A propensão ao risco pela gestão de topo e o contexto financeiro específico da empresa influenciam o montante de dívida que os investidores estão dispostos a emprestar, assim como as eventuais condições desse empréstimo.”(p.97)

“Proposição V – As variáveis relevantes do contexto financeiro influenciam a capacidade da gestão de topo em selecionar a estrutura de capital da empresa.”(p.97)

Correia (2003) salienta que as condições que os gestores não controlam, tais como as flutuações da economia, são capazes de obrigá-los a alterar a estrutura de capital estabelecida pela empresa.

Ao contrário das abordagens anteriores, esta teoria baseia-se em aspetos não financeiros para explicar a estrutura de capital das empresas. Defende que os determinantes da estrutura de capitais das empresas serão, como referido por Correia (2003), “ os valores, objetivos, preferências, experiências e características dos proprietários-gestores, oportunidades e ameaças do meio envolvente e forças e fraquezas internas da empresa.”(p.101)

2.1.14 Teoria do Ciclo de Vida

A enorme necessidade de se explicarem as decisões da estrutura de capital tem levado diversos autores a ter em conta considerações não financeiras nos seus modelos. Agrawal e Gup (1996), referidos por Rebelo (2003), defenderam que o ciclo de vida pode ser uma ferramenta bastante viável no estudo das decisões da estrutura de capitais das empresas

Rebelo (2003) salienta que a literatura sobre o ciclo de vida das empresas não regista nenhum conceito de ciclo de vida mas deixa subentendido que este corresponde à curva de desenvolvimento natural das empresas, onde essas passam por várias fases que podem ser sequenciais ou não.

Rebelo (2003) acrescenta contudo, que os diversos autores discordam acerca do número de fases existentes num ciclo de vida; Smith (1985) entre outros defendiam modelos com três fases, Dodges e Robbins (1992), Miller e Friesen (1984) entre outros defendiam um modelo com quatro fases, Scott e Bruce (1987), entre outros defendiam um modelo com cinco fases, Adizes (1993) defendia um modelo até 10 fases. O número de fases era estabelecido tendo em conta a variedade de fatores utilizados para explicar a evolução das organizações.

Apesar de existirem muitos modelos, o mais comum é o de cinco fases; nascimento, expansão, maturidade, diversificação e declínio. Contudo a maioria dos autores que utilizaram variáveis financeiras para caracterizar as diferentes fases do ciclo de vida das empresas apenas consideram quatro fases; nascimento, expansão, maturidade e declínio.

Segundo Rebelo (2003) vários autores têm utilizado variáveis, consideradas determinantes da estrutura de capital das empresas, tais como a dimensão, a distribuição de dividendos, o *cash flow*, a idade, o risco, a rendibilidade, entre outras, para caracterizar as fases do ciclo de vida das empresas.

A autora sublinha que diversos autores de referência da teoria financeira da estrutura de capital admitiram a importância do ciclo de vida das empresas na compreensão da estrutura de capital adotada pelas empresas, Os mesmos optaram por utilizar o estado de maturidade das empresas para representar as suas teorias.

De seguida regista se um resumo das características financeiras das fases do ciclo de vida, elaborado por Rebelo (2003), adaptado de Gup e Agrawal (1996:42-43) e Scott e Bruce (1987:48). Neste quadro é feita a caracterização de somente quatro fases pois a maioria dos autores que consideraram variáveis financeiras apenas usaram esse número de fases e de acordo com a autora, as características financeiras da fase de diversificação são idênticas às da fase de expansão.

Quadro nº 1 - Características das Fases do Ciclo de Vida

Fases	Nascimento	Expansão	Maturidade	Declínio
Cash- flow	Negativo	Positivo/Negativo	Aumenta	Elevado
Endividamento	Baixo	Aumenta	Elevado	Diminui
Envolvimento dos acionistas	Acionista faz tudo	Acionista continua sinónimo de empresa, mas começa a existir uma separação entre a propriedade e o controlo	Separação entre a propriedade e o controlo	
Política de dividendos	Distribuição de dividendos é inexistente	Reduzida distribuição de dividendos, existindo tendência para aumentar	Aumenta a distribuição de dividendos	Elevado rácio de distribuição de dividendos, até iniciar os prejuízos
Rendibilidade	Perdas em virtude dos custos de desenvolvimento e de marketing	Aumento do lucro	Diminuição do lucro	Diminuição do lucro podendo ocorrer prejuízo
Risco	Elevado	Elevado	Médio	Baixo

Fonte: Rebelo 2003

Deste resumo, assente no trabalho de diversos autores da teoria financeira da estrutura de capital, Rebelo (2003) extrai as seguintes hipóteses não financeiras da estrutura de capitais defendidas pela teoria do ciclo de vida:

“O nível de endividamento da empresa é influenciado pela fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra”(p.102)

“As empresas na fase de expansão possuem um nível de endividamento superior ao das empresas que se encontram na fase de nascimento.

As empresas na fase de maturidade possuem um nível de endividamento superior ao das empresas que se encontram na fase de expansão.

As empresas na fase de declínio possuem um nível de endividamento inferior ao das empresas que se encontram na fase de maturidade.

“As empresas na fase de maturidade possuem um nível de endividamento superior ao das empresas que se encontram nas restantes fases do ciclo de vida.” (p.103)

2.2 Evidência Empírica

Nesta fase pretende-se expor alguma evidência empírica sobre a estrutura de capital.

Numa primeira fase é feita uma análise, de forma resumida, as metodologias utilizadas, os resultados obtidos e as conclusões de trabalhos realizados com empresas internacionais. Numa segunda fase é feita a mesma análise a alguns trabalhos realizados com empresas portuguesas.

Durante os últimos anos foram realizados inúmeros estudos empíricos sobre a estrutura de capitais, com o objetivo de se encontrar uma estrutura de capital ótima, que possibilitaria a maximização do valor da empresa. Contudo, diversos autores defendem que ainda não se chegou a um consenso.

2.2.1 Evidência Internacional

Diversos autores concluíram que a maioria dos estudos empíricos sobre esta temática foram realizados através da utilização de modelos de regressão linear. Autores como, DeAngelo e Masulis (1980), Baskin (1989), Moh'd, Perry e Rimbey (1998), Chung (1993), Chaplinsky e Niehaus (1993), Thies e Klock (1992), entre muitos outros, optaram por utilizar modelos de regressão linear utilizando dados seccionais. Por sua vez, Voutsinas e Werner (2011) e Frank e Goyal (2003), entre muitos outros, optaram por utilizar dados em painel.

Normalmente nos estudos sobre esta temática, o modelo de regressão é muitas vezes elaborado recorrendo-se ao Passivo Total como variável dependente. Entre os diversos autores que utilizaram essa variável nos seus estudos encontravam-se Fama e French (2002), Frank e Goyal (2003), Voutsinas e Werner (2011). Verificando-se também em muitos estudos a utilização simultânea do Passivo Total, Passivo de Longo Prazo e do Passivo de curto prazo como variáveis dependentes. Entre os diversos autores que utilizaram essa variável nos seus estudos encontravam-se Titman e Wessels (1988), Constand, Osteryoung e Nast (1991), Chittenden, Hall e Hutchinson (1996).

Relativamente às variáveis independentes, é possível destacar algumas que são utilizadas com maior frequência: Crescimento usada por Titman e Wessels (1988), Baskin (1989), Kayo e Kimura (2011), Dimensão usada por Harris e Raviv (1991), Chung (1993), Frank e Goyal (2009), Tangibilidade do ativo, referida muitas vezes como a Composição do ativo ou valor de garantia dos ativos, usada por Thies e Klock (1992), Short, Keasey e Duxbury (2002), Gaud, Jani, Hoesli e Bender (2005). Poupança fiscal não associada à dívida utilizada por Bowen, Daley e Huber (1982), Jordan, Lowe, e Taylor (1998), Barton e Matthews (1989), a Rendibilidade utilizada por Myers e Majluf (1984), Friend e Lang (1988), Frank e Goyal (2003). A Reputação usada por Chittenden, Hall e Hutchinson (1996) e Sharif, Naeem & Khan (2012). A Liquidez utilizada por Pinková (2012), Ramadan (2009), Devos, Dhillon, Agannathan & Krishnamurthy, (2012). O Setor de Atividade utilizado por Scott (1972), Chung (1993), Lopez-Garcia e Aybar-Arias (2000). A variável Risco utilizada por Ferri e Jones (1979), Wald (1999), Akdal (2010). Sendo estas variáveis designadas pelas diversas teorias como determinantes da estrutura de capital.

Contudo, as variáveis independentes salientadas anteriormente nem sempre registam resultados semelhantes com o nível de endividamento. Diversos autores defendem que entre várias particularidades dos estudos, a escolha dos indicadores, utilizados para representar cada variável, influencia muito os resultados obtidos. Uns indicadores revelam uma relação positiva, outros uma relação negativa e outros não revelam qualquer tipo de relação com o endividamento.

Tendo por base a pesquisa efetuada, diversos autores, entre eles Correia (2003) Silva (2013), e Serrano (2014), verifica-se muitas vezes uma relação positiva entre as seguintes variáveis e o nível de endividamento; crescimento nos resultados de Barton e Gordon (1987), Baskin J. (1989), Thies e Klock (1992), Shyam-Sunder e Myers (1999), dimensão nos resultados de Scott e Martin (1975), Friend e Lang (1988), Barton & Matthews (1989), Short, Keasey e Duxbury (2002), tangibilidade dos ativos nos resultados de Gaud, Jani, Hoesli e Bender (2005), Baker e Wurgler (2002), Frank e Goyal (2003), Akdal (2010).

Por sua vez as seguintes variáveis têm registado muitas vezes uma relação negativa com o endividamento; Poupança fiscal não associada à dívida nos resultados de Jordan, Lowe e Taylor (1998), Frank e Goyal (2003), MacKie-Mason (1990), Wald (1999) e Akdal (2010) e a Rendibilidade nos resultados de Barton & Matthews (1989), Baskin (1989), Chittenden, Hall e Hutchinson (1996), Short, Keasey e Duxbury (2002).

Apesar do enorme desenvolvimento teórico das teorias financeiras da estrutura de capitais, as conclusões obtidas nas investigações empíricas são pouco homogêneas. Algumas confirmam as hipóteses elaboradas com base nas diversas teorias, outras revelam fraco e inconclusivo suporte empírico e outros refutam essas mesmas hipóteses. Essa situação indica-nos que a problemática da estrutura de capital esta longe de ser resolvida.

2.2.2 Evidência Nacional

Como salientado anteriormente, muitos estudos foram desenvolvidos com o objetivo de testar as teorias da estrutura de capitais, onde foi analisado a relação entre o endividamento e os fatores sugeridos pelas teorias como possíveis determinantes da estrutura de capitais.

De seguida regista se alguma evidência empírica encontrada nos testes às teorias da estrutura de capitais aplicadas a empresas portuguesas.

O quadro seguinte resume a informação recolhida dos estudos que serviram de base à realização da presente dissertação, nomeadamente, amostra, metodologia, variáveis e conclusões sobre a validade dos argumentos propostos pelas várias teorias financeiras explicativas da estrutura de capital.

Quadro nº 2- Trabalhos sobre a estrutura de capitais aplicados ao contexto português

(Autor/Ano)	Amostra	Metodologia e Variáveis	Teorias Abordadas	Resultados
Francisco José Mendes Leote e Rui Manuel Sobral Rita (2011)	12306 empresas portuguesas durante o período de 2004-2008	Regressão de dados em painel; Variáveis dependentes: dívida total, dívida de curto prazo, dívida de médio longo prazo; Variáveis explicativas: sector de atividade, classe dimensional, dimensão, ativos tangíveis, ativos intangíveis, rentabilidade, crescimento, idade	Teoria do trade-off estático, a Teoria dos custos de agência e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"Os resultados associados às variáveis rentabilidade e a maturidade da empresa comprovam os argumentos da teoria da selecção hierárquica." (p.16)
Susana Apolinário Silva (2013)	41 empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa durante 2011	Regressão linear múltipla; Variável dependente: endividamento total (PT/PT+CP); Variáveis explicativas: rentabilidade, oportunidade de crescimento, tangibilidade, dimensão, benefícios fiscais não decorrentes do uso da dívida,	Teoria do trade-off estático, a Teoria dos custos de agência, a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order) e a Teoria do Market Timing	"Assim, os resultados sugerem que as empresas estudadas tendem a seguir a teoria da pecking order e a teoria do market timing quando tomam as suas decisões de financiamento." (p.40)
Sandra Rebelo (2006)	48 empresas do sector das tecnologias de informação durante o período 15 de Novembro-22 de Janeiro de 2003	Regressão linear múltipla (MRLM) e uso de questionário; Variável dependente: endividamento total (PT/PT+CP); Variáveis explicativas: crescimento, dimensão, poupança fiscal não associada ao endividamento, rentabilidade, reputação, risco, valor colateral dos ativos, ciclo de vida.	Teoria do efeito fiscal, Teoria dos custos de falência (Teoria do trade off estático), Teoria da agência (teoria dos custos de agência) e teoria da Hierarquização das fontes de capital (pecking order)	"o poder explicativo da teoria da pecking order sai claramente reforçado com as relações encontradas entre o nível de endividamento total e os determinantes crescimento, reputação e rentabilidade.." (p.182)
Sónia Silva (2011)	Empresas não financeiras do PSI 20 durante o período 2008-2010	Uma análise fatorial de componentes principais e uma análise de clusters pelo método hierárquico; Variáveis explicativas: ativo corrente, ativo não corrente, dimensão, deduções fiscais, rentabilidade, capital próprio, liquidez geral, volume de negócios, endividamento	Teoria do trade-off estático, a Teoria dos custos de agência e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	Os resultados obtidos são consistentes com o que defende as teorias Trade off, teoria dos custos de agência e a teoria da hierarquia das fontes de financiamento
Márcia Rogão (2006)	41 empresas não financeiras, durante um período de análise entre 1991 e 2004.	Modelos estáticos de painel e os estimadores dinâmicos; Variável dependente: endividamento total Variáveis explicativas: tangibilidade dos ativos, dimensão, rentabilidade, rácio Market-to-Book.	Teoria do trade-off estático, a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order) e a Teoria do Market Timing	"Os resultados obtidos indicam que a estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas reflete o comportamento previsto pela teoria do Trade-off e pela teoria da Pecking Order... Quanto à teoria do Market Timing os resultados obtidos não foram significativos..." (p.4)

(Autor/Ano)	Amostra	Metodologia e Variáveis	Teorias Abordadas	Conclusões
Rui Romão (2013)	7984 empresas portuguesas durante o período 2005-2009	Análise de dados em painel, método dos mínimos quadrados (OLS – ordinary least squares); Variáveis dependentes: déficit financeiro; Variáveis explicativas: variação de fundo de maneo, fluxo de caixa, variação de capital, dívida contraída, investimento líquido.	Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	Os autores não encontraram forte evidência que as empresas investigadas sigam as previsões da teoria das Hierarquia das fontes de financiamento
Fernando J. Lobo Marques, António B. Fernandes, Humberto Coelho e Zélia Maria da Silva Serrasqueiro. (2010)	131 micro empresas portuguesas durante o período 2005-2009	Regressão linear multivariada; Variáveis explicativas: variáveis dependentes: fontes de financiamento, estrutura de capitais; variáveis independentes: crescimento, envelhecimento do imobilizado, rentabilidade dos capitais próprios	Teoria do trade-off estático, a Teoria dos custos de agência e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	A relação negativa entre as origens de médio longo prazo e a rentabilidade dos capitais próprios levou os autores a concluir que as empresas seguem a teoria pecking order.
Raquel Gomes (2013)	40 PME's portuguesas durante o período 2008-2011	Regressão linear múltipla; variável dependente: endividamento total; Variáveis explicativas: outros benefícios fiscais para além da dívida, risco, dimensão, composição do ativo, reputação, rentabilidade, crescimento.	Teoria do efeito fiscal, Teoria dos custos de falência (Teoria do trade off estático), Teoria da agência (teoria dos custos de agência) e teoria da Hierarquização das fontes de capital (pecking order)	Verificou-se uma evidência a teoria do Pecking Order.
Francisco da Silva Júnior (2012)	466 PME's e outra de 408 grandes empresas durante o período 2005-2009	Regressão linear múltipla de dados em painel; Variáveis dependentes: dívida total, dívida de curto prazo, dívida de médio longo prazo; Variáveis explicativas: outros benefícios fiscais para além da dívida, risco de negócio, dimensão, composição do ativo, rentabilidade, crescimento,	Teoria do trade-off estático, a Teoria dos custos de agência e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"Por fim, confirma-se a hipótese da pecking order tanto para as pequenas quanto para as grandes empresas e também fortes indícios da teoria do trade-off. O que nos leva a concluir que estas teorias se assumem como complementares." (p.4)

Sandra da Silva (2012)	2,842 empresas cotadas pertencentes aos 17 países que compõem a zona euro durante o período 2000-2010	Uma pesquisa do tipo quantitativa, tendo por base uma análise de dados em painel; variáveis dependentes: endividamento de médio longo prazo; variáveis dependentes: endividamento total e endividamento de médio longo prazo; Variáveis explicativas: tangibilidade, dimensão, rentabilidade, oportunidades de crescimento, volatilidade	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"Os resultados demonstram que ambas as teorias explicam a estrutura de capitais das empresas, isto é, estas teorias não são mutuamente exclusivas. Porém, quando ambas as teorias são testadas em simultâneo, a teoria do trade-off prevalece sobre a da pecking order. "(p.5)
João Cardoso (2013)	812 PME's portuguesas, que posteriormente foi estratificada entre empresas do sector secundário (415) e do sector terciário (373) durante o período 2006-2009	Regressões multivariadas em painel; Variáveis dependentes: dívida total, dívida de curto prazo, dívida de médio longo prazo; Variáveis explicativas: outros benefícios fiscais para além da dívida, risco de negócio, crescimento, dimensão, Composição do Ativo, Reputação, Rentabilidade do Ativo,	Teoria dos custos de agência, Teoria do trade-off estático, Teoria da Sinalização e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"Os resultados empíricos obtidos também parecem indicar a aplicação das teorias pecking order e trade-off." (p.8)
Verónica de Pinho (2013)	1.189 PME portuguesas durante o período 2002-2011	Regressões lineares múltiplas de dados em painel; Variáveis dependentes: dívida total, dívida de curto prazo, dívida de médio longo prazo; Variáveis explicativas: dimensão, ativo tangível, devedores líquidos, rentabilidade, crescimento do ativo, taxa de imposto, depreciação,	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"Os resultados também sugerem alguma evidência de que a estrutura de capital das PME portuguesas pode ser explicada através da Teoria Pecking Order e da teoria do Trade-Off, assumindo-se como teorias complementares. "(p.6)
Telma Correia (2003)	279 empresas familiares	Regressão linear múltipla e questionário; variáveis dependentes: endividamento total; Variáveis explicativas: crescimento, dimensão, poupança fiscal não associada à dívida, rentabilidade, reputação, valor de garantia dos ativos, variabilidade dos ativos, controlo familiar, geração incorporada, diretor financeiro ser membro familiar, antiguidade do seu diretor financeiro, existência de um plano estratégico redigido	Teoria do efeito fiscal, Teoria dos custos de falência (Teoria do trade off estático), Teoria da agência (teoria dos custos de agência), teoria da Assimetria de informação (Pecking order) e a teoria da perspectiva estratégica	Os resultados deste estudo sugere que as hipóteses da teoria da hierarquização do financiamento e do efeito fiscal proporcionam explicações sobre as decisões de financiamento das empresas, por sua vez a teoria dos custos de agência e dos custos de falência não.

António Novo (2010)	51 PME portuguesas durante o período entre 2000-2006	Regressão linear de dados em painel; Variáveis dependentes: dívida total, dívida de curto prazo, dívida de médio longo prazo; Variáveis explicativas: crescimento, outros benefícios fiscais para além da dívida, risco, dimensão, composição do ativo, reputação, rentabilidade	Teoria Trade off estático, teoria da sinalização e a teoria da pecking order	"os nossos resultados indicam que a teoria que melhor explica o comportamento das PME no que diz respeito à sua estrutura de capital, é a Teoria da Pecking Order, que nos indica que as empresas preferem financiar-se, em primeiro lugar, com autofinanciamento, e só depois recorrem a financiamento externo, através de capital alheio."(p.1)
Pedro Proença (2012)	12.857 PMEs portuguesas durante o período 2007-2010	Regressão linear por análise de clusters; Variáveis dependentes: dívida total, dívida de curto prazo, dívida de médio longo prazo; Variáveis explicativas: outros benefícios fiscais para além da dívida, Composição do Ativo, dimensão, rentabilidade, crescimento, liquidez, cash flow	Teoria do trade-off estático, a Teoria dos custos de agência e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	Os resultados sugerem evidência de que a estrutura de capital das PME portuguesas pode ser explicada através da Teoria Pecking Order e da teoria do Trade-Off
Carlos Domingues (2012)	56420 observações , oriundas de 48 países diferentes durante o período 1996-2007	Regressão linear; variáveis dependente: défice de financiamento; Variáveis explicativas: idade, custo capital, variação das vendas, distribuição de dividendos	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"Os resultados mostram que ambas as teorias registam limitações, quer de cariz teórico quer empírico. No entanto, de forma geral, a teoria do trade-off domina a teoria do pecking order, especialmente para empresas em crescimento. Por sua vez, embora o desempenho da teoria do pecking order não se destaque em qualquer uma das fases do ciclo de vida organizacional, este tende a melhorar ligeiramente em fases de maturidade. De facto, testes adicionais revelam que o desempenho da teoria do pecking order é mais severamente condicionado por empresas de diferentes tamanhos e com diferentes quantidades de ativos tangíveis"(p.4)
Carlos Dias	149 empresas pertencentes ao S&P 500, durante o período 1993-2007.	Regressão; variáveis explicativas: défice de financiamento; Variáveis explicativas: ativos totais, Rácio market-to-book , Ativos fixos, Resultado operacional, Depreciação, Despesas de investigação e desenvolvimento	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	O modelo do pecking order registou pouca relevância empírica, quer seja testado individualmente ou em conjunto com o modelo do tradeoff

Sandra da Silva (2012)	2,842 empresas cotadas pertencentes aos 17 países que compõem a zona euro durante o período 2000 e 2010.	Pesquisa do tipo quantitativa, tendo por base uma análise de dados em painel;variavel dependente: endividamento de médio longo prazo;Variaveis explicativas:Tangibilidade,Volatilidade,Dimensão,Oportunidades de Crescimento, Rendibilidade	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	" Confrontando os modelos do <i>pecking order</i> e do <i>tradeoff</i> , as decisões de financiamento seguem mais de perto as previsões do modelo do <i>tradeoff</i> ."(p.6)
Duarte Serrano (2014)	Maiores empresas portuguesas, disponíveis na base de dados AMADEUS durante o período 2005-2012	Regressão para dados fracionários e um modelo de regressão para dados fracionários a duas partes;variavel dependente :endividamento total;Variaveis explicativas: rendibilidade,dimensão,oportunidade de crescimento,tangibilidade dos ativos, outras fontes de proteção fiscal, liquidez, risco, idade e a crise financeira.	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"De um modo geral, os resultados verificados encontram-se de acordo com as teorias da Pecking Order ou do Trade-Off. Foi verificada uma maior concordância com a teoria da Pecking Order, concluindo-se assim que é a teoria da Pecking Order que melhor explica a estrutura de capitais das empresas analisadas."(p.59)
Octávio Pereira (2012)	2.804 empresas portuguesas, do sector não financeiro, entre 2000 e 2009	Regressão;variavel dependente;endividamento total;Variaveis explicativas: Rendibilidade,dimensão,crescimento, tangibilidade,liquidez,nível de inventário,rotação dos ativos, depreciações, anos de vida da empresa.	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	"Os resultados mostram que as decisões sobre a estrutura de capital das empresas estão mais próximas da teoria da pecking order do que da teoria do tradeoff"(p.2)
Elisabete Vieira (2012)	48 diretores financeiros portugueses	Questionário	Teoria do trade-off estático e a Teoria Hierarquização das fontes de capital (pecking-order)	Os resultados demonstram que as teorias trade off e a teoria pecking order explicam a estrutura de capital das empresas.

Fonte: Elaboração própria a partir dos autores referidos

Tal como aconteceu a nível internacional, a maioria dos estudos foram elaborados através da utilização de modelos de regressão. A semelhança dos estudos internacionais, as variáveis dependentes mais utilizadas nos modelos são o endividamento total e a utilização simultânea do endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de médio longo prazo.

Relativamente as variáveis independentes, as mais utilizadas foram as seguintes; dimensão, rendibilidade, crescimento, benefícios fiscais não decorrentes da utilização da dívida, risco, composição do ativo, reputação, tangibilidade dos ativos e oportunidades de crescimento.

Verifica-se que as teorias mais testadas são as do *Trade off* estático e a Hierarquização das fontes de financiamento (*Pecking Order*), é visível a abordagem dessas teorias em todos os estudos. Uns estudos encontram evidências a favor da teoria *Pecking Order*, outros da *Trade off* e outros encontram evidência de ambas. Contudo a maioria da evidência encontrada é a favor da teoria *Pecking Order*. A teoria dos custos de agência é muitas vezes abordada mas infelizmente somente um dos vários estudos que a abordou encontrou alguma evidência empírica. A teoria *Market Timing*, nos estudos em que foi abordada apresentou sempre alguma evidência empírica. A teoria do efeito fiscal apresentou evidência empírica em uma das duas vezes que foi abordada. Por sua vez, as restantes teorias quando abordadas não registaram qualquer evidência empírica.

3 Questão de Investigação e Objetivo

3.1 Questão de investigação

Quais das diversas teorias existentes que tentam explicar a composição da estrutura de capital das empresas, desenvolvidas nas últimas décadas, nomeadamente a teoria do Efeito Fiscal, a teoria do *Trade Off*, a teoria dos Custos de Agência, a teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (*Pecking Order*), a teoria da Sinalização e a teoria do *Market Timing* tem maior aplicação nas empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa?

3.2 Objetivo da Investigação

Face a revisão da literatura realizada registada, a presente investigação tem como principal objetivo testar a aplicação de alguma das teorias abordadas, nomeadamente a teoria Efeito Fiscal, a teoria do *Trade Off*, a teoria dos Custos de Agência, a teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (*Pecking Order*), a teoria da Sinalização e a teoria do *Market Timing* nas empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, em 2015, de modo a compreender o grau de adequação dessas diferentes teorias à realidade das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa.

3.3 Importância do Estudo

A presente investigação ao abordar esta problemática com a realização destes testes pode acrescentar, ainda que de forma limitada, algum conhecimento empírico adicional á temática da estrutura de capitais das empresas, contribuindo para o enriquecimento da investigação científica nesta área. Contribuí, ainda que de forma modesta, para uma melhor compreensão das decisões de estrutura de capitais das empresas portuguesas, servindo como instrumento de gestão que permite as empresas perceberem a forma como as suas decisões de financiamento, assim como das restantes empresas do seu meio envolvente, são interpretadas. Essa compreensão pode trazer conclusões pertinentes que ao serem conhecidas pelas empresas e pelas entidades públicas contribua para o crescimento económico sustentado português através por exemplo da apropriação de melhores práticas quanto a decisões de financiamento visando uma estrutura de capitais sustentável.

4 Definição do Problema

4.1 Definição e Importância da Problemática

4.1.1 Definição da Problemática

A estrutura de capital é uma temática muito complexa. Este tema tem originado um enorme número de trabalhos a cada ano, com o intuito de explicar as decisões da estrutura da capital das empresas. Conforme se verificou anteriormente, a falta de consenso sobre este tema, tem levado ao aparecimento de várias teorias. Contudo é seguro afirmar que, apesar do enorme avanço no conhecimento sobre este tema, este ainda encontra-se longe de ser resolvido. Diversos autores concordam que essa falta de consenso deve-se à diversidade e características das empresas e também às especificidades de cada país, entre outros aspetos. No entanto, a enorme diversidade e a riqueza das investigações internacionais desenvolvidas sobre esta problemática, leva a crer que, a nível nacional, essas teorias não têm sido suficientemente sustentadas na investigação empírica.

Nota-se um enorme foco nas principais teorias, nomeadamente as teorias, *Trade Off* Estático, *Pecking Order* e a dos custos de agência, como um pouco direcionamento para as restantes teorias

Por esta razão o estudo presente dedicou-se a testar as teorias teoria Efeito Fiscal, a teoria do *Trade Off*, a teoria dos Custos de Agência, a teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (*Pecking Order*), a teoria da Sinalização e a teoria do *Market Timing* nas empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, em 2015.

4.1.2 Importância da problemática

A maior compreensão das decisões da estrutura de capital das empresas torna-se importante de facto num período como o que se depara atualmente as empresas portuguesas, em que os recursos financeiros são escassos e sentiu-se um abrandamento em muitas áreas da economia. A interpretação, ou seja a perceção que os “*stakeholders*” têm sobre as decisões tomadas pelas empresas afetam a capacidade desta conseguir empréstimos financeiros, afeta os seus investimentos em geral, assim como influencia o valor dos seus instrumentos financeiros transacionados nos mercados de valores.

De acordo com o *CIA World Factbook*, em 2013 Portugal ocupou o 6º lugar na lista de países com maior dívida pública. O Fundo Monetário Internacional (FMI) deu nota positiva aos esforços que Portugal tem vindo a desenvolver para diminuir o seu défice, mas salienta que os níveis de endividamento do país continuam muito elevados. Entre os vários problemas e ameaças que o FMI considera ainda existirem no país este destacou o alto endividamento das empresas portuguesas que acredita ser um dos grandes travões para o consumo e o investimento. Em 2015, na sua análise anual às economias dos países membros do FMI de 2014, a entidade volta a sublinhar os níveis, ainda excessivos, de endividamento de uma grande percentagem das empresas do sector privado português. O alto endividamento das empresas portuguesas é um dos grandes problemas existentes no país que ensombra as perspetivas de crescimento económico futuro pois, este está a retrain o consumo e o investimento. Um crescimento económico sustentável é crucial para Portugal diminuir o seu défice orçamental.

Para que ele ocorra é necessário que as empresas tomem decisões de financiamento e de criação de estrutura de capitais sustentáveis.

Apesar das projeções do Banco de Portugal para a economia portuguesa em 2015-2017 indicarem uma recuperação gradual da atividade ao longo desse horizonte de projeção, o FMI acredita que as perspetivas económicas no curto prazo melhoraram simbolicamente contudo considera que “ as perspetivas para o médio prazo ainda estão nubladas pelo legado de problemas” que Portugal regista, tais como “ o fraco investimento, os “*stocks*” elevados de dívida pública e privada, o endividamento excessivo do sector empresarial e o abrandamento do mercado de trabalho” alertando que “ a recuperação em curso é ainda demasiado modesta para levar o produto e o emprego para os níveis anteriores à crise”. (site Jornal de Notícias,2015, p.1)

A instituição saudou os progressos feitos mas relevou a necessidade de serem feitos mais esforços para aumentar a competitividade do país.

O país encontra-se nesse momento a realizar progressos significativos para sair de um ciclo recessivo que, ao contrário dos registados nas últimas décadas, tem demonstrado ser global e bastante prolongado. Tal situação leva a crer que a presente complexidade e imprevisibilidade da situação económica do país justifica a realização de estudos à semelhança da presente dissertação, que visam explicitar e testar a aplicabilidade das várias teorias sobre a estrutura de capital, possibilitando uma maior compreensão sobre a escolha das empresas entre capitais próprios e capitais alheios como meio de financiamento e como identificar os fatores que mais influenciam o nível de endividamento das empresas. Estes estudos contribuem para o aumento de instrumentos de gestão estratégica do ponto de vista dos capitais em situação de crise com características semelhantes às que se desenvolveram nos últimos anos e que não há como prever que não se voltem a repetir, assim como auxiliam as empresas a obter uma maior compreensão da forma como são interpretadas as suas decisões sobre a sua estrutura de capitais, como as das restantes empresas do seu meio envolvente.

Face a esta situação, parece relevante testar o grau de adequação das diferentes teorias à realidade portuguesa.

5 Modelo Teórico, Hipóteses e Metodologia

5.1 Modelo Teórico de Análise e Hipóteses

Tendo em conta a análise feita à Problemática, pretende-se testar a aplicabilidade de alguns dos argumentos defendidos por algumas das teorias mais predominantes à estrutura de capitais nas empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa em 2015.

Inicialmente pretendia-se aplicar o teste a todas as teorias abordadas. Todavia a metodologia adotada no presente estudo e as características específicas de algumas teorias balizaram o conjunto de teorias que se selecionou para investigar. Assim, este estudo irá incidir somente sobre as teorias financeiras que fazem uso de perspetivas económico-financeiras e que não incluem considerações não financeiras nos seus modelos. A aplicação desse critério levou a exclusão das teorias da perspetiva estratégica e do ciclo de vida.

Optou-se por excluir a teoria da perspetiva estratégica pois dada a sua especificidade constatou-se que, ao contrário da metodologia adotada no presente estudo, um questionário seria a abordagem que produziria resultados mais fiáveis. Relativamente a teoria do ciclo de vida, constatou-se que diversos autores, entre eles Kazanjian e Drazin (1989), Quinn e Cameron (1983), consideraram a organização dos dados por secções cruzadas a mais adequada para a sua investigação.

Essa situação implicou que o presente estudo fosse suportado pelo seguinte conjunto de teorias: a teoria do Efeito Fiscal, a teoria do *Trade Off*, a teoria dos Custos de Agência, a teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (*Pecking Order*), a teoria da Sinalização e a teoria do *Market Timing*. Por sua vez, a seleção das variáveis teve por base a pesquisa empírica efetuada, assim como a forma como se abordou cada teoria. A forma como as teorias são tratadas e testadas foi resultado das sugestões das diversas teorias, assim como da disponibilidade e acesso a dados financeiros. Portanto para aplicar as respetivas teorias foram utilizadas algumas das variáveis que emergiram de estudos empíricos semelhantes, consideradas por diversos autores como determinantes da estrutura de capitais, o que permitirá comparar os resultados da presente dissertação com os resultados obtidos em estudos anteriormente realizados.

Optou-se por utilizar simultaneamente variáveis que acredita-se que irão ser testadas pela primeira vez, procurando investigar a existência de possíveis determinantes da estrutura de capitais ainda não explorados. Pretende-se determinar se as relações existentes entre essas variáveis e o nível de capital alheio na estrutura de capitais das empresas portuguesas em estudo são como as defendidas pelas teorias escolhidas para aplicação. De seguida registam-se as variáveis que vão ser utilizadas para analisar cada teoria, assim como as hipóteses formuladas a fim de testar as teorias associadas à estrutura de capital das empresas em estudo.

5.1.1 A Teoria do Efeito Fiscal

A teoria do efeito fiscal defende que os benefícios fiscais obtidos pela utilização de dívida vão influenciar positivamente o valor de mercado das empresas, onde se prevê que o aumento do endividamento resulte num aumento do valor de mercado das empresas. Dessa forma é expectável que as empresas aumentem o seu endividamento com o objetivo de aumentar o seu valor de mercado. A dedução fiscal dos custos suportados pela utilização da dívida, permite as empresas diminuir a sua carga fiscal, fazendo com que o custo efetivo do financiamento dos seus investimentos através de capitais alheios seja menor. A diminuição dos custos de financiamento levará ao aumento da rentabilidade dos seus investimentos e consequentemente ao aumento do seu valor de mercado. Dessa forma, segundo a teoria, as empresas irão aumentar o seu endividamento, diminuindo o seu custo de financiamento, através da diminuição da sua carga fiscal, que consequentemente levará ao aumento do seu valor de mercado.

Para analisar esta teoria as variáveis independentes serão o valor de mercado e o imposto sobre o rendimento, pois permitem verificar em que medida as variações do valor de mercado, e o imposto sobre o rendimento pago pelas empresas influenciam o seu nível de endividamento corrente, não corrente, assim como o seu endividamento total. Através da análise dessas variáveis vai ser possível verificar se a influência que estas exercem sobre o endividamento é como defendido pela teoria.

Valor de mercado- Segundo a teoria a maior utilização de capital alheio leva ao aumento do valor de mercado das empresas, pois a poupança fiscal obtida pela utilização de dívida faz com que o custo efetivo de se financiar por esta via seja menor. Dessa forma é expectável uma relação positiva e significativa entre a variável e o nível de endividamento. A hipótese a ser testada será a seguinte:

H1: Existe uma relação positiva valor de mercado e o nível dos empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total existente nas empresas.

Imposto sobre o rendimento- Segundo esta teoria o imposto sobre o rendimento constitui um estímulo ao endividamento, pois os juros pagos pela sua utilização, sendo dedutíveis fiscalmente, permitem diminuir a carga fiscal da empresa. Tornando o custo efetivo de financiamento através de capital alheio menor. Dessa forma é expectável uma relação negativa e significativa entre esta variável e o nível de endividamento. A hipótese a ser testada será a seguinte:

H2: Existe uma relação negativa entre o imposto sobre o rendimento e o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo existente nas empresas.

5.1.2 A Teoria do *Trade Off*

A teoria *Trade Off* defende a existência de um rácio ótimo entre capitais próprios e dívida, sendo este rácio definido pelas vantagens e desvantagens da utilização da dívida. A teoria refere, como vantagem da sua utilização, os benefícios fiscais obtidos pela utilização de dívida, pois este permite as empresas diminuir a sua carga fiscal. Dessa forma é expectável que as empresas prefiram financiar se recorrendo a dívida, ao contrário dos capitais próprios, pois essa permite deduzir fiscalmente os custos suportados pela sua utilização, fazendo com que o seu custo efetivo seja menor. Por sua vez, a teoria refere os custos de falência como a desvantagem da utilização de dívida, contudo salienta que a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia reduz estes custos. Explica que a tangibilidade dos ativos tem impacto sobre as decisões de financiamento das empresas, pois os ativos tangíveis poderão constituir garantias fiáveis na contração de empréstimos, na medida que registam níveis de liquidação mais elevados relativamente aos ativos intangíveis.

Por isso entende que o aumento dos ativos tangíveis resulta no aumento do endividamento, pois esses permitirão as empresas financiar-se a custos inferiores.

Para testar esta teoria as variáveis independentes serão o Imposto sobre o rendimento e o valor de liquidação dos ativos, pois permitem verificar em que medida o imposto sobre o rendimento pago pelas empresas, e o aumento dos ativos tangíveis influenciam o seu nível de endividamento corrente, não corrente, assim como o seu endividamento total. Através da análise dessas variáveis vai ser possível verificar se a influência que estas exercem sobre o endividamento é como defendido pela teoria.

Imposto sobre o rendimento - À semelhança da teoria do efeito fiscal, a teoria do *Trade Off* considera o imposto sobre o rendimento como um estímulo ao endividamento, pois a dedutibilidade dos juros pagos pela utilização de dívida consegue reduzir a sua carga fiscal, fazendo com que o custo efetivo da utilização de capital alheio seja menor. Dessa forma, à semelhança da teoria anterior é expectável uma relação significativa e negativa entre esta variável e o nível de endividamento. Isto posto, esta variável será testada através da Hipótese 2 já referenciada na teoria do Efeito Fiscal.

Valor de liquidação dos ativos - Segundo esta teoria os ativos tangíveis podem servir como garantias. As empresas que possuem ativos que possam servir de garantia incrementam o seu acesso a dívida, pois essa garantia concede a empresa um maior poder negocial e possibilidade de usufruir de taxas de juros mais atrativas. Dessa forma, tal como nos resultados de Baker e Wurgler (2002) e Akdal (2010) é expectável uma relação significativa e positiva entre esta variável e o endividamento. A hipótese a ser testada será a seguinte:

H3: Os ativos tangíveis apresentam uma relação positiva com os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.

5.1.3 A Teoria dos Custos de Agência

A teoria dos Custos de Agência defende que o aumento dos *cash flows* livres aumenta os custos de agência existentes entre os gestores e os acionistas, sendo o aumento da dívida a melhor forma de reduzir estes custos.

O aumento da dívida leva consequentemente ao aumento do valor dos juros pagos pela sua utilização e por sua vez à diminuição dos *cash flows* livres. Por sua vez, a existência de ativos tangíveis consegue diminuir os custos de agência existentes entre os acionistas e os credores pois registam níveis de liquidação superiores aos ativos intangíveis, tornando-os garantias mais fiáveis.

Para testar esta teoria as variáveis independentes serão o *free cash flow* e o valor de liquidação dos ativos, pois permitem averiguar de que forma o aumento das disponibilidades das empresas assim como o aumento dos ativos tangíveis influenciam o seu nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total. Através da análise dessas variáveis vai ser possível verificar se a influência que estas exercem sobre o endividamento é como defendido pela teoria.

Free cash flow - Segundo esta teoria o *free cash flow* originam custos de agência, que podem ser diminuídos com o aumento do endividamento. Dessa forma é expectável uma relação positiva entre essa variável e o endividamento. A hipótese a ser testada será a seguinte:

H4: Existe uma relação positiva entre o *free cash flow* e os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.

Valor de liquidação dos ativos - Segundo esta teoria os ativos tangíveis podem servir como garantias, diminuindo dessa forma os custos de agência entre os credores e os acionistas. As empresas que possuem ativos que possam servir de garantia recorrerão mais ao endividamento. Dessa forma, tal como concluído por Rajan e Zingales (1995), Kremp et al (1999), Frank e Goyal (2009), é expectável uma relação positiva entre essa variável e o endividamento. Isto posto, esta variável será testada através da Hipótese 3 já referenciada na teoria do Trade Off.

5.1.4 A Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (*Pecking Order*)

A teoria da Hierarquização das fontes de financiamento defende a existência de uma hierarquia das fontes de financiamento à disposição da empresa. Segundo a teoria as empresas rentáveis preferem recorrer aos fundos que são gerados internamente, pois é a fonte de financiamento com menores custos. Posteriormente, e somente se esses não forem suficientes para financiar os seus investimentos, elas recorrerão ao financiamento externo e depois, e só em ultimo caso, elas optam por se financiar através de emissão de capital próprio.

Para analisar esta teoria as variáveis independentes serão a liquidez geral e a rentabilidade, pois permitem averiguar a capacidade que a empresa possui para se financiar e quais as fontes utilizadas para se financiar. Através da análise dessas variáveis vai ser possível verificar se a influência que estas exercem sobre os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total, é como defendido pela teoria.

Rendibilidade- Segundo essa teoria quanto maior a rentabilidade, maior a capacidade de gerar fundos internamente e por sua vez menor será necessidade de recorrer ao endividamento. As empresas rentáveis preferem recorrer aos fundos gerados internamente invés de recorrer ao endividamento, visto que tem custos muito menores. Dessa forma, á semelhança dos resultados de Myers (1984), Titman e Wessels (1988), Harris e Raviv (1991), Rajane Zingales (1995), Baker e Wurgler (2002), Rogão (2006), é expetável uma relação negativa entre essa variável e o endividamento. A hipótese a ser testada será a seguinte:

H5: Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.

Liquidez Geral – Esta variável permite medir a capacidade da empresa cumprir as suas responsabilidades de curto prazo. Prevê-se, como defendido pela teoria que quanto maior for a solvabilidade, ou seja, a liquidez geral das empresas, maior será a sua capacidade de financiar investimentos futuros através de fundos internos e consequentemente é expectável uma menor utilização de financiamento externo. Dada a sua preferência pelo autofinanciamento, pois possuem custos inferiores em comparação ao financiamento externo e a emissão de capitais, os gestores irão fazer esforços para criar reservas líquidas para financiar investimentos futuros. A hipótese a ser testada será a seguinte:

H6: Existe uma relação negativa entre a liquidez geral e o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.

5.1.5 A Teoria da Sinalização

A teoria da Sinalização defende que, dada a assimetria de informação existente entre os diversos agentes económicos, o aumento do endividamento é uma das formas mais credíveis de sinalizar ao mercado que a empresa se encontra estável e se prevê um futuro otimista para a mesma.

Por sua vez, as empresas de maior dimensão possuem uma maior facilidade de acesso ao financiamento externo pois possuem menores problemas de assimetria de informação. As empresas de maior dimensão produzem mais informação e geralmente as disponibilizam, assim como perçecionadas pelo mercado como mais diversificadas, diminuindo dessa forma os custos de assimetria de informação e facilitando o acesso ao endividamento.

Para testar esta teoria as variáveis independentes serão a dimensão e o valor de mercado, pois permitirão verificar se a as variações do valor de mercado da empresa, assim como o aumento da dimensão da empresa influenciam o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.

Dimensão-Segundo esta teoria, esta variável é um determinante da estrutura de capital. O seu aumento atenua os problemas de assimetria de informação entre os diversos interessados na empresa, possibilitando às empresas aceder a dívida a custos inferiores. Dessa forma, tal como Rajan & Zingales (1995) e Frank e Goyal (2003) é expetável uma relação significativa e positiva entre essa variável e o endividamento.

H7: Existe uma relação positiva entre a dimensão e o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.

Valor de mercado - Segundo esta teoria o aumento do endividamento funcionará com um sinal positivo enviado ao mercado. Sinaliza a confiança que as empresas têm nos resultados dos seus investimentos. O aumento do nível do endividamento serve como sinal positivo da qualidade do negócio da empresa, diminuindo a assimetria de informação existente e levando ao aumento do seu valor de mercado. Isto posto, esta variável será testada através da Hipótese 1 já referenciada na teoria do Efeito Fiscal

5.1.6 A Teoria do *Market Timing*

A teoria de defende que as decisões de financiamento das empresas são tomadas em função da valorização das ações ou dos títulos de dívida pelo mercado. As empresas financiam-se através do mercado de ações quando o custo do capital próprio é inferior em relação ao custo das outras fontes de financiamento a sua disposição.

Quando percecionam que as suas ações estão sobrevalorizadas as empresas tendem a emitir novas ações, na medida em que possibilitará a expansão do capital próprio assim como realizar um encaixe a um custo inferior. Estas oportunidades de crescimento do capital próprio, a um custo de emissão menor, permitirão diminuir o custo do capital sem prejudicar a rentabilidade dos atuais acionistas. Por sua vez, quando percecionam que as suas ações estão subvalorizadas as empresas optam por financiar se recorrendo ao endividamento em alternativa aos capitais próprios.

Para testar esta teoria a variável independente será uma *proxy* das oportunidades de crescimento, representada pelo rácio *Market to Book*, pois este rácio reflete a percepção do erro de avaliação das ações da empresa, permitindo averiguar a existência de oportunidades de crescimento; um rácio *Market to Book* superior a uma unidade significa que o valor de mercado da empresa é superior ao seu valor contabilístico, demonstrando que a empresa está sobreavaliada pelo mercado, nesse caso as empresas são mais propensas a emitir ações que recorrer ao endividamento; por sua vez um rácio inferior a um, significa que o valor de mercado é inferior ao valor contabilístico, demonstrando que a empresa encontra-se subavaliada pelo mercado, nesta situação optam por recorrer ao endividamento em detrimento da emissão de ações. Através da análise desta variável vai ser possível verificar se a relação existente as oportunidades de crescimento e o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total, são como as defendidas pela teoria.

Oportunidades de crescimento- Segundo esta teoria o “*timing*” tem um impacto significativo nas decisões de financiamento das empresas, sendo o endividamento um substituto a emissão de ações quando estas encontram se subvalorizadas pelo mercado. Dessa forma, à semelhança dos resultados de Rajan e Zingales (1995), Harris e Raviv (1991), Akdal (2010), é expetável uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento existente no mercado acionista e o endividamento. A hipótese a ser testada será a seguinte:

H8: Existe uma relação positiva entre o rácio *Market to book* e os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total

Graficamente as hipóteses das teorias a testar registam o seguinte aspeto.

Quadro nº 3 - Hipóteses e teorias a testar

Hipóteses	Relação Esperada			Teoria/s a testar
	Empréstimo Corrente (EC)	Empréstimo Não Corrente (ENC)	Empréstimo Total (ET)	
Valor de mercado (H1 :Existe uma relação positiva valor de mercado e o nível dos empréstimos corrente, não corrente , assim como o empréstimo total existente nas empresas)	+	+	+	Teoria da Sinalização Teoria do Efeito Fiscal
Imposto sobre o rendimento (H2: Existe um relação negativa entre o imposto sobre o rendimento e o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo existente nas empresas)	-	-	-	Teoria do Efeito Fiscal Teoria do <i>Trade Off</i>
Valor de liquidação dos ativos (H3: Os ativos tangíveis apresentam uma relação positiva com os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	+	+	+	Teoria do <i>Trade Off</i> Teoria dos Custos de Agência
Free cash flow (H4: Existe uma relação positiva entre o <i>free cash flow</i> e os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	+	+	+	Teoria dos Custos de Agência
Rendibilidade (H5: Existe uma relação negativa entre a rendibilidade es empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total)	-	-	-	Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (<i>Pecking Order</i>)
Liquidez Geral (H6: Existe uma relação negativa entre a liquidez geral e o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	-	-	-	Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (<i>Pecking Order</i>)
Dimensão (H7: Existe uma relação positiva entre a dimensão e o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	+	+	+	Teoria da Sinalização
Oportunidade de crescimento (H8: Existe uma relação positiva entre o rácio <i>Market to book</i> e os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total)	-	-	-	Teoria do <i>Market Timing</i>

Fonte: Elaboração própria

5.1.7 Variáveis

5.1.7.1 Formas de medição das Variáveis Dependentes

No presente estudo optou-se por definir os empréstimos correntes, empréstimos não corrente e o empréstimo total como variáveis dependentes, ou seja, as variáveis a serem explicadas. Pretende-se averiguar de que forma os argumentos defendidos pelas diversas teorias conseguem explicar as decisões de recurso a empréstimos das empresas.

Tal como salientado anteriormente, a maioria dos estudos tem utilizado rubricas das demonstrações financeiras como, capital alheio de curto prazo, capital alheio de médio longo prazo, capital alheio total, para criarem as suas variáveis dependentes. Contudo nestas rubricas estão incluídos passivos não remunerados tais como provisões e dividas a fornecedores, entre outras.

Neste trabalho optou se por dar enfoque aos passivo remunerado, excluindo o passivo não remunerado, pois nestes a empresa é obrigada a suportar um custo pela sua utilização. São assim designadas as variáveis dependentes:

Empréstimos Corrente (EC)

Empréstimos Não Corrente (ENC)

Empréstimo Total (ET)

5.1.7.2 Formas de medição das Variáveis Independentes

Rendibilidade (REND)

Frank & Goyal (2003), Rajan e Zingales (1995), Myers (1984), entre outros, definiram essa variável pela relação entre resultado operacional antes amortizações, depreciações, juros e impostos (EBITDA= earnings before interests, taxes, depreciation and amortization) e o ativo total. Por sua vez, autores como Chang, Lee e Lee (2009), Wald (1999), Chen e Strange (2005), entre outros, definiram na como a relação entre o resultado antes de juros e impostos (EBIT= earnings before interests and taxes) e o ativo total. Neste trabalho, á semelhança de Baskin (1989), Constand, Osteryoung & Nast (1991), Wijst e Thurik (1993), Matias e Batista (1998), Gama (2000), entre outros, optou se por definir essa variável pela relação entre o resultado antes de impostos e o ativo total, pois dá a rendibilidade gerada pela empresa após o pagamento dos custos suportados pela utilização da divida.

$REND = RAI \text{ (Resultado antes de Imposto)} / \text{Ativo Total}$

Valor de liquidação dos ativos (VLA)

No presente trabalho, tal como Ramadan (2009), Matias e Batista (1998), Gama (2000), Augusto (2006), esta variável será obtida através do rácio entre o ativo tangível e o ativo total.

$VLA = \text{Ativos Tangíveis} / \text{Ativo Total}$

Dimensão (DIM)

Diversos estudos, tal como de Garcia-Teruel e Martinez- Solano (2010), utilizaram o Logaritmo do valor de mercado da empresa para representar esta variável. Por sua vez outros autores como Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Baker e Wurgler (2002) e Akdal (2010) utilizaram o logaritmo das vendas. Assim como muitos têm utilizado o logaritmo do ativo, entre eles Wald (1999), Chen e Strange (2005) e Fan & Raymond (2004). Neste estudo optou se por utilizar o logaritmo do ativo.

$$\text{DIM} = \text{LnActivo Total}$$

Oportunidades de crescimento (OC)

À semelhança de Rajan e Zingales (1995), Chang, Lee & Lee (2009), Akdal (2010), Fane & Raymond (2004) e muitos outros, esse trabalho optou por definir essa variável pelo rácio *Market-to-Book* (Valor de mercado/Valor contabilístico=situação líquida=valor capital próprio). Este rácio traduz a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o seu valor contabilístico.

$$\text{OC} = \frac{\text{Valor de mercado}((\text{Ações emitidas}-\text{Ações próprias}) \times \text{cotação})}{\text{Valor contabilístico líquido (Ativo total líquido}-\text{Passivo total})}$$

Free Cash Flow (FCF)

Esta variável vai ser representada pelos valores de caixa, depósitos bancários à ordem e a prazo e outras aplicações de tesouraria registados na rubrica de “ Caixa e equivalentes de caixa.”

$$\text{FCF} = \text{Caixa e equivalentes de caixa}$$

Liquidez Geral (LG)

Esta variável vai ser representada pelo rácio de liquidez geral, sendo este um rácio financeiro que permite medir a capacidade das empresas de honrar as suas responsabilidades de curto prazo. Este rácio é definido pela relação entre o ativo corrente e o passivo corrente.

$$\text{LG} = \text{Ativo Corrente} / \text{Passivo Corrente}$$

Valor de mercado

Esta variável será definida pelo número de ações emitidas menos o número de ações detidas pela empresa emitente, a multiplicar pelo preço de mercado das respetivas ações.

$VL = (\text{Ações emitidas} - \text{Ações próprias}) \times \text{cotação}$

5.2 Metodologia de Investigação

5.2.1 Metodologia de investigação utilizada

A metodologia de investigação utilizada neste estudo é de natureza quantitativa. O estudo, à semelhança de diversos outros estudos realizados sobre esta temática, é conduzido com recurso à análise de correlação e regressão. É utilizado o coeficiente de correlação de Pearson e o modelo de regressão linear simples. Este último permite verificar em que medida a variável dependente é explicada pela variável independente.

Optou-se por especificar um modelo de análise para cada teoria que se pretende testar, logo o estudo vai ser composto por seis modelos de análise. Cada modelo de análise deste estudo é composto por seis regressões lineares simples, à excepção do modelo de análise referente à teoria do Market Timing, pois como vai ser testada com apenas uma variável, vai ser composto por apenas três regressões. São ajustadas as regressões em conformidade com a variável dependente definida, que, como já exposto anteriormente, serão o empréstimo corrente, empréstimo não corrente e o empréstimo total. As regressões foram realizadas recorrendo ao software informático *SPSS-Statistical Package for the Social Sciences*. Previamente foi realizada uma análise correlacional entre as variáveis dependentes e independentes, e também entre as variáveis independentes para verificar a existência de auto correlação entre as variáveis independentes. Inicialmente pretendia-se estimar os modelos recorrendo à regressão linear múltipla, Contudo a auto correlação significativa verificada entre as variáveis independentes impossibilita a sua utilização simultânea, mostrando que recorrendo à regressão linear simples obter-se-iam resultados mais fiáveis.

Realizou-se uma análise de correlação entre as variáveis independentes e as dependentes de modo a averiguar se a relação existente entre estas são como as

defendidas pelas teorias, assim como verificar quais das empresas que constituem a amostra registam maiores indícios de seguir as teorias em estudo e teste. Considerou-se ainda necessário verificar se a auto correlação existente era significativa pois se as variáveis independentes de cada modelo forem muito correlacionadas, os resultados obtidos podem não ser fiáveis. A existência de correlação entre variáveis independentes e variáveis dependentes é uma característica indispensável a um bom modelo. Enquanto que a existência de auto correlação entre variáveis independentes inviabiliza a sua estimação pois gera multicolinearidade. A medição do grau da correlação linear existente entre as variáveis foi realizada fazendo-se uso do coeficiente de correlação linear de Pearson, como referido com o auxílio do software *Microsoft Excel*. A metodologia foi aplicada a amostra que foi estudada no presente trabalho, para o período de 2010-2014.

De seguida registam-se os modelos de regressão especificados para cada teoria:

Teoria do Efeito Fiscal

$$ET = \alpha + \beta VM + \varepsilon \quad ET = \alpha + \beta IMP + \varepsilon$$

$$ENC = \alpha + \beta VM + \varepsilon \quad ENC = \alpha + \beta IMP + \varepsilon$$

$$EC = \alpha + \beta VM + \varepsilon \quad EC = \alpha + \beta IMP + \varepsilon$$

Teoria do *Trade Off*

$$ET = \alpha + \beta IMP + \varepsilon \quad ET = \alpha + \beta VLA + \varepsilon$$

$$ENC = \alpha + \beta IMP + \varepsilon \quad ENC = \alpha + \beta VLA + \varepsilon$$

$$EC = \alpha + \beta IMP + \varepsilon \quad EC = \alpha + \beta VLA + \varepsilon$$

Teoria dos Custos de Agência

$$ET = \alpha + \beta FCF + \varepsilon \quad ET = \alpha + \beta VLA + \varepsilon$$

$$ENC = \alpha + \beta FCF + \varepsilon \quad ENC = \alpha + \beta VLA + \varepsilon$$

$$EC = \alpha + \beta FCF + \varepsilon \quad EC = \alpha + \beta VLA + \varepsilon$$

Teoria da Hierarquia das fontes de Financiamento

$$ET = \alpha + \beta REND + \varepsilon \quad ET = \alpha + \beta LG + \varepsilon$$

$$ENC = \alpha + \beta REND + \varepsilon \quad ENC = \alpha + \beta LG + \varepsilon$$

$$EC = \alpha + \beta REND + \varepsilon \quad EC = \alpha + \beta LG + \varepsilon$$

Teoria da Sinalização

$$ET = \alpha + \beta VM + \varepsilon \quad ET = \alpha + \beta DIM + \varepsilon$$

$$ENC = \alpha + \beta VM + \varepsilon \quad ENC = \alpha + \beta DIM + \varepsilon$$

$$EC = \alpha + \beta VM + \varepsilon \quad EC = \alpha + \beta DIM + \varepsilon$$

Teoria do *Market Timing*

$$ET = \alpha + \beta OC + \varepsilon$$

$$ENC = \alpha + \beta OC + \varepsilon$$

$$EC = \alpha + \beta OC + \varepsilon$$

5.2.2 Definição do universo e metodologia de seleção amostral

Conceito de Empresas grandes e *Euronext*

O presente estudo irá incidir sobre empresas grandes devido a sua relevância. Segundo Instituto Nacional de Estatística (INE) são consideradas sociedades de grande dimensão todas as empresas não financeiras que acumulativamente apresentem as seguintes características:

- I. “Sociedades com 250 ou mais pessoas ao serviço ou;”
- II. “Sociedades com volume de negócios superior a 50 milhões de euros e ativo líquido superior a 43 milhões de euros” (INE, 2014)

O INE numa análise centrada no impacto das grandes empresas em Portugal no período 2008-2012, destaca que estas sendo apenas 0,3% das empresas não financeiras, representaram 28,5% do total do emprego assim como mais de aproximadamente 40% do volume de negócios e do valor acrescentado bruto gerado pelas empresas não financeiras. (INE, 2014)

Dada a notoriedade, credibilidade e visibilidade das empresas cotadas pretendeu se selecionar uma amostra representativa desta categoria.

Tendo isso em consideração o universo do presente estudo são as 52 empresas cotadas no *Euronext* Lisboa. A *Euronext* Lisboa é a Bolsa de Valores Portuguesa, onde se transacionam ações, obrigações, *warrants*, ETFs, certificados e derivados nacionais.

Esta bolsa teve como origem a Bolsa de Valores de Lisboa (BVL), constituída a 1 de janeiro de 1769. Em 1999, a Bolsa de Valores de Lisboa une-se à Bolsa de Valores do Porto (BVP), originando a Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLN). Em 2002 esta bolsa integra a plataforma internacional *Euronext*, passando a designar-se por *Euronext* Lisboa. (site *NYSE Euronext*, 2015)

A plataforma internacional *Euronext* foi criada através da união das Bolsas de Paris, Bruxelas, Amesterdão, o mercado de derivados de Londres, e posteriormente a Bolsa de Valores de Lisboa e Porto. Atualmente, a *Euronext* é considerada o maior grupo de mercados bolsistas, assim como operadora líder mundial no mercado acionista. (site *NYSE Euronext*, 2015)

Segundo dados da *World Federation of Exchange* (WFE) o mercado acionista foi o mercado que apresentou maiores valores transacionados a nível internacional, durante o período 2010-2014. (site *NYSE Euronext*, 2015)

Por sua vez, esta situação também se confirmou a nível nacional onde o mercado acionista destaca-se por ser o segmento da *Euronext* Lisboa que regista os maiores valores negociados. Durante o período de 2010-2014, este mercado apresentou um valor transacionado médio anual de 31,154 milhões de euros. Os restantes segmentos registaram um valor médio significativamente inferior.

O mercado de derivados transacionou um valor médio anual de 835 milhões, o mercado obrigacionista transacionou um valor médio anual de 485.8 milhões de euros, o mercado de certificados transacionou um valor médio anual de 315.3 milhões de euros, o mercado de warrants um valor médio anual de 215.6 milhões de euros e o mercado de ETFs transacionou um valor médio anual de 120 milhões de euros. (A Bolsa Portuguesa Factos e Números 2014)

5.2.3 Universo alvo e Universo a observar

O mercado acionista da *Euronext* Lisboa é constituído em Maio de 2015 pelas seguintes 56 ações cotadas constantes do quadro nº4 abaixo. As empresas detentoras destas ações constituem o universo alvo do estudo que se descreve seguidamente.

Quadro nº 4 - Ações cotadas na *Euronext* Lisboa

ALTRI,SGPS	EDP	J.MARTINS,SGPS	REN
B.COM.PORTUGUES	EDP RENOVAVEIS	LISGRAFICA	SAG GEST
B.ESPIRITO SANTO	ESTORIL SOL N	LUZ SAUDE	SDC INV.
BANCO BPI	ESTORIL SOL P	MARTIFER	SDC INV.-PREF.
BANCO SANTANDER	F.RAMA	MEDIA CAPITAL	SEMAPA
BANIF SA	FUT.CLUBE PORTO	MONTEPIO	SONAE
BENFICA	GALP ENERGIA-NOM	MOTA ENGIL	SONAE CAPITAL
CIMPOR,SGPS	GLINTT	NEXPONOR-SICAFI	SONAE IND.SGPS
COFINA,SGPS	IBERSOL,SGPS	NOS, SGPS	SONAECON,SGPS
COMPTA	IMOB.C GRAO PARA	NOVABASE,SGPS	SPORTING
CORTICEIRA AMORIM	IMPRESA,SGPS	OREY ANTUNES ESC.	SUMOL+COMPAL
CTT CORREIOS PORT	INAPA-INV.P.GESTAO	P.TELECOM (Pharol)	TEIXEIRA DUARTE
E.SANTO FIN.NOM	INAPA-PREF S/ VOTO	PORTUCEL	TOYOTA CAETANO
E.SANTO FINANCIAL	ISA	REDITUS,SGPS	VAA VISTA ALEGRE

Fonte: Elaboração própria através de dados do site da Euronext Lisboa

Do universo alvo de 52 empresas foi necessário passar ao universo a observar. Assim o presente trabalho estabelece como objetivo incidir sobre o universo a observar das 43 empresas portuguesas não financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa à data 12/05/2015, relativamente ao período 2010-2014 porque se decidiu excluir as empresas financeiras devido à especificidade do seu objeto de negócio, pois os elementos constituintes das suas demonstrações financeiras registam uma natureza diferente do das empresas não financeiras. Tomou se essa medida de modo a chegar a conclusões mais coerentes ainda que não se apliquem às empresas não financeiras. Deste universo a observar procedeu-se a exclusão das empresas relativamente às quais não se dispunha de informação para o cálculo de todas as variáveis durante o período 2010-2014 no total de quatro. Posteriormente procedeu-se à eliminação das empresas que não registaram valores >0 necessários para o cálculo das variáveis independente Rendibilidade e Imposto durante o período de análise 2010-2014 pois o software SPSS apenas calcula valores >0

Os resultados destas operações de seleção da amostra constam do quadro nº5 seguidamente.

Quadro nº 5 - Seleção da amostra

Lista de empresas portuguesas cotadas						52
ALTRI,SGPS	COFINA,SGPS	F.RAMA	ISA	NEXPONOR-SICAFI	SAG GEST	SUMOL+COMPAL
B.COM.PORTUGUES	COMPTA	FUT.CLUBE PORTO	J.MARTINS,SGPS	NOS, SGPS	SDC INV.	TEIXEIRA DUARTE
B.ESPIRITO SANTO	CORTICEIRA AMORIM	GALP ENERGIA	LISGRAFICA	NOVABASE,SGPS	SEMAPA	TOYOTA CAETANO
BANCO BPI	CTT CORREIOS PORT	GLINTT	LUZ SAUDE	OREY ANTUNES ESC.	SONAE	VAA VISTA ALEGRE
BANCO SANTANDER	E.SANTO	IBERSOL,SGPS	MARTIFER	P.TELECOM (Pharol)	SONAE CAPITAL	
BANIF SA	EDP	IMOB.C GRAO PARA	MEDIA CAPITAL	PORTUCEL	SONAE IND.SGPS	
BENFICA	EDP RENOVAVEIS	IMPRESA,SGPS	MONTEPIO	REDITUS,SGPS	SONAECON,SGPS	
CIMPOR,SGPS	ESTORIL SOL	INAPA	MOTA ENGIL	REN	SPORTING	
Lista de empresas financeiras						9
B.COM.PORTUGUES	BANCO SANTANDER	MONTEPIO				
B.ESPIRITO SANTO	BANIF SA	NEXPONOR-SICAFI				
BANCO BPI	E.SANTO	SONAE CAPITAL				
Lista de empresas das quais não se dispunha de informação para o calculo de todas as variáveis Independentes durante o período 2010-2014						4
CTT CORREIOS PORT	IMOB.C GRAO PARA					
IBERSOL,SGPS	VAA VISTA ALEGRE					

Lista de empresas que não registaram valores >0 nas variáveis rentabilidade e imposto sobre o rendimento						22
BENFICA	FUT.CLUBE PORTO	LISGRAFICA	P.TELECOM (Pharol)	SONAE	TEIXEIRA DUARTE	
COMPTA	IMPRESA,SGPS	LUZ SAUDE	REDITUS,SGPS	SONAE IND.SGPS	TOYOTA CAETANO	
EDP	INAPA	MARTIFER	SAG GEST	SPORTING		
ESTORIL SOL	ISA	OREY ANTUNES ESC	SDC INV.	SUMOL+COMPAL		
Lista de empresas constituintes da amostra						17

Fonte: Elaboração própria através de dados do site da Euronext Lisboa

A introdução desses critérios obrigou que o presente trabalho recaia sobre uma amostra final de 17 empresas não financeiras cotadas na *Euronext* Lisboa à data 12/05/2015, relativamente ao período 2010-2014. De seguida registam-se as 17 empresas que serão utilizadas neste trabalho, assim como a indicação do seu sector de atividade principal

Quadro nº 6 - Empresas que constituem a amostra

Empresas	Setor de Atividade
ALTRI SGPS	Secção C- Industria Transformadora
CIMPOR,SGPS	Secção C- Industria Transformadora
COFINA,SGPS	Secção J - Atividades de informação e de comunicação
CORTICEIRA AMORIM	Secção C- Industria Transformadora
EDP RENOVAVEIS	Secção D – Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio
F.RAMADA	Secção C- Industria Transformadora
J.MARTINS,SGPS	Secção G – Comércio por grosso e a retalho;
GALP ENERGIA-NOM	Secção B - Indústrias Extrativas
GLINTT	Secção J - Atividades de informação e de comunicação
MEDIA CAPITAL	Secção J - Atividades de informação e de comunicação
MOTA ENGIL	Secção F - Construção
NOS, SGPS	Secção J - Atividades de informação e de comunicação
NOVABASE,SGPS	Secção J - Atividades de informação e de comunicação
REN	Secção D – Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio
SONAE COM,SGPS	Secção J - Atividades de informação e de comunicação
SEMAPA	Secção C- Industria Transformadora
PORTUCEL	Secção C- Industria Transformadora

Fonte: Elaboração própria através de dados do site da Euronext Lisboa

A amostra é assim constituída pelas 17 das 43 empresas não financeiras com ações cotadas na *Euronext* Lisboa de quais se dispunha de informação financeira à data de 12/05/2015, e que durante o período 2010-2014 geraram resultados suficientemente positivos para cobrir os seus custos operacionais assim como os financeiros.

As empresas que constituem a amostra pertencem na sua maioria ao sector da Industria Transformadora e ao sector das Atividades de informação e de comunicação, representando os dois 70% do total da amostra. Cada um representa 35% do total da amostra.

Por sua vez o sector Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio representou 12%, tendo os restantes setores Comércio por grosso e a retalho, Indústrias Extrativas, Construção, representado 18% do total da amostra.

A presente investigação empírica pretendia incidir sobre o universo alvo de 52 empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa à data 12/05/2015, contudo as atividades específicas distintas de alguns elementos do universo alvo, o acesso à informação financeira, assim como as especificidades do *software* utilizado para o tratamento de dados, limitaram a dimensão do universo alvo de 52 empresas a uma amostra a observar de 17 empresas não financeiras portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa à data 12/05/2015.

5.2.4 Recolha e Tratamento da informação

Os dados utilizados na realização desse trabalho foram recolhidos das demonstrações financeiras consolidadas dos relatórios e contas das respetivas empresas. O tratamento estatístico dos dados foi realizado recorrendo ao *software* informático SPSS- *Statistical Package for the Social Sciences* e ao *software* *Microsoft Excel*. Foi utilizado o *software* informático SPSS para fazer a estimação dos modelos de regressão e o *software* *Microsoft Excel* para realizar os estudos de correlação e auto correlação.

6 Resultados

6.1 Resultados do estudo da Correlação e da Auto correlação

De seguida registam-se os resultados dos estudos de correlação entre as variáveis independentes e as dependentes, assim como os resultados dos estudos de correlação entre as variáveis independentes de cada modelo realizadas para testar a Auto correlação existente. O quadro seguinte regista a chave de leitura utilizada para interpretação do coeficiente de correlação linear de Pearson.

Quadro nº 7 - Chave de leitura para interpretação do coeficiente de Pearson

Valor de ρ (+ ou -)	Interpretação
0.00 a 0.24	Correlação muito fraca
0.25 a 0.49	Correlação fraca
0.50 a 0.74	Correlação moderada
0.75 a 0.89	Correlação forte
0.90 a 1.00	Correlação muito forte

Fonte: Adaptação das leituras empíricas observadas

6.1.1 Resultados da análise Correlacional

A seguir registam-se os resultados do estudo realizado de correlação de cada variável independente com as dependentes, assim como a verificação das hipóteses formuladas e uma breve apreciação sobre as empresas que, com base nos resultados obtidos, registaram maiores indícios de seguir os argumentos das teorias que se pretende testar. Os resultados desta análise encontram-se no anexo 3.

Valor de mercado (VM)

Os resultados obtidos revelaram que 6 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre a variável valor de mercado (VM) com o empréstimo total (ET), com um grau de correlação médio moderada de 0,52. Nestes resultados destacou-se a Cofina com uma correlação de 0,76. Verificando-se para 35% da amostra a hipótese H1. Esta hipótese não se verifica para 65% das empresas da amostra com o empréstimo total (ET) como variável endógena.

Registou-se que 7 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre a variável valor de mercado (VM) e o empréstimo não corrente (ENC), com um grau de correlação médio fraco de 0,28. A correlação positiva mais significativa foi a de 0,64, registada pela Sonaecom.

Nestas sete empresas, que representam 41% da amostra, não se verifica a hipótese H1, pois a correlação média é fraca. Esta hipótese também não se verifica para os restantes 59% da amostra com o empréstimo não corrente (ENC) como variável endógena, portanto nesta variável endógena não se verifica a hipótese H1.

Contudo 10 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre a variável valor de mercado (VM) e o empréstimo corrente (EC), com um grau de correlação médio quase moderado de 0,46. As empresas Cofina, Media Capital, Cimpor e Altri destacaram-se registando uma correlação positiva forte de 0,92, 0,87, 0,79, e 0,77 respetivamente. Verificando-se para 59% da amostra a hipótese H1. Esta hipótese não se verifica para 41% das empresas da amostra com o empréstimo corrente (EC) como variável endógena.

Imposto sobre o rendimento (IMP)

Os resultados obtidos revelaram que 10 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a variável Imposto sobre o rendimento (IMP) e o empréstimo corrente (EC), com um grau de correlação médio quase moderado de -0,42. As correlações negativas mais fortes foram registadas pela Altri e a F.Rama, com os valores -0,71 e -0,70 respetivamente. Verificando-se para 59% da amostra a hipótese H2. Esta hipótese não se verifica para 41% das empresas da amostra com o empréstimo corrente (EC) como variável endógena.

Registou-se que 12 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a variável Imposto sobre o rendimento (IMP) e o empréstimo total (ET), com um grau de correlação médio quase moderado de -0,47. Destes resultados, salienta-se a J. Martins que apresentou uma correlação negativa forte de -0,89. Verificando-se para 71% da amostra a hipótese H2. Esta hipótese não se verifica para 29% das empresas da amostra com o empréstimo total (ET) como variável endógena.

Assim como, 13 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a variável Imposto sobre o rendimento (IMP) e o empréstimo não corrente (ENC), com um grau de correlação médio fraco de -0,36. Nesta análise não se averiguou nenhuma correlação negativa forte; a mais significativa foi a registada pela NOS, com um valor de -0,68. Confirma-se que com a variável endógena empréstimo não corrente (ENC) não se verifica a hipótese H2, pois apesar da maior parte da amostra, nomeadamente 76%, registar uma relação entre as variáveis Imposto sobre o rendimento (IMP) e empréstimo não corrente (ENC) como a defendida pela hipótese, o grau médio de correlação entre elas é fraco.

Valor de liquidação dos ativos (VLA)

Os resultados obtidos evidenciaram que 5 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre o valor de liquidação dos ativos (VLA) e o empréstimo total (ET), com um grau médio de correlação fraco de 0,32. A correlação positiva mais significativa foi registada pela Mota Engil, com um valor de 0,84. Nestas cinco empresas, que representam 29% da amostra, não se verifica a hipótese H3, pois a correlação média é fraca. Esta hipótese também não se verifica para os restantes 71% da amostra com o empréstimo total (ET) como variável endógena, portanto nesta variável endógena não se verifica a hipótese H3.

Por sua vez, 7 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre o valor de liquidação dos ativos (VLA) e o empréstimo corrente (EC) e o empréstimo não corrente (ENC), com um grau médio de correlação fraco de 0,28 e 0,30. Relativamente ao empréstimo corrente (EC) as correlações positivas mais significativas foram registadas pelas empresas Media Capital e a Glintt, registando as correlações 0,68 e 0,64. Por sua vez, no empréstimo não corrente (ENC) as correlações positivas mais significativas foram registadas pela Altri e pela Mota Engil, registando as correlações 0,78, 0,74 respetivamente. Nestas sete empresas, que representam 41% do total da amostra, não se verifica a hipótese H3, pois a correlação média é fraca. Esta hipótese também não se verifica para os restantes 59% das empresas da amostra com o empréstimo corrente (EC) e o empréstimo não corrente (ENC) como variável endógena, portanto nestas variáveis endógenas não se verifica a hipótese H3.

Free Cash flow (FCF)

Os resultados obtidos revelaram que 11 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre o *free cash flow* (FCF) e o empréstimo corrente (EC), com um grau de correlação médio moderado de 0,57. As correlações positivas mais significativas foram registadas pelas empresas Media Capital, F. Rama, Corticeira Amorim, Altri, Cofina, registado as correlações 0,93, 0,93, 0,81, 0,81 respetivamente. Verificando-se para 65% da amostra a hipótese H4. Esta hipótese não se verifica para 35% das empresas da amostra com o empréstimo corrente (EC) como variável endógena.

Registou-se que 12 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre o *free cash flow* (FCF) e o empréstimo não corrente (ENC), com um grau de correlação médio quase moderado de 0,44. Nesta análise a empresa que registou a correlação positiva mais significativa foi a Glintt, registando uma correlação de 0,87. Verificando-se para 71% da amostra a hipótese H4. Esta hipótese não se verifica para 29% das empresas da amostra com o empréstimo não corrente (ENC) como variável endógena.

Averiguou-se que 13 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre o *free cash flow* (FCF) e o empréstimo total (ET), com um grau de correlação médio moderado de 0,51.

As correlações positivas mais significativa foram registadas pelas empresas F. Rama, Semapa, Corticeira Amorim, Cimpor, registando as correlações 0,80, 0,79, 0,74, 0,70 respetivamente. Verificando-se para 76% da amostra a hipótese H4. Esta hipótese não se verifica para 24% das empresas da amostra com o empréstimo total (ET) como variável endógena.

Rendibilidade (REND)

Os resultados obtidos revelaram que 11 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a rendibilidade (REND) e o empréstimo não corrente (ENC), com um grau de correlação médio quase moderado de -0,41.

As empresas Galp Energia e a F.Rama, destacaram-se registado as correlações negativas mais significativas, respetivamente -0,89 e -0,83.

Verificando-se para 65% da amostra a hipótese H5. Esta hipótese não se verifica para 35% das empresas da amostra com o empréstimo não corrente (ENC) como variável endógena.

Por sua vez, 13 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a rendibilidade (REND) e o empréstimo total (ET), com um grau de correlação médio moderado de -0,53, assim como 71% da amostra apresentou uma relação negativa entre a rendibilidade (REND) e o empréstimo corrente (EC), com um grau de correlação médio fraco de 0,38. Relativamente ao empréstimo corrente (EC), as empresas F. Rama, Semapa e Altri destacaram se registando as correlações negativas mais significativas, com os valores -0,85, -0,71 e -0,70. Por sua vez, os resultados demonstraram que as empresas que registaram as correlações negativas mais significativas entre a rendibilidade (REND) e o empréstimo total (ET) foram Glinntt, F Rama, Cofina e a Semapa, com as seguintes correlações -0,87, -0,87, -0,84 e -0,76 respetivamente. Relativamente a variável endógena empréstimo total (ET) verifica-se para 76% da amostra a hipótese H5. Esta hipótese não se verifica para 24% da amostra com o empréstimo total (ET) como variável endógena. Contudo, em relação a variável endógena empréstimo corrente (EC) não se verifica a hipótese H5, pois apesar da maior parte da amostra, nomeadamente 76%, registar uma relação entre as variáveis rendibilidade (REND) e empréstimo corrente (EC) como a defendida pela hipótese, o grau médio de correlação entre elas é fraco.

Liquidez Geral (LG)

Os resultados obtidos revelaram que apenas 3 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a Liquidez Geral (LG) e o empréstimo não corrente (ENC), com um grau de correlação médio de -0,50. A correlação negativa mais significativa foi registada pela EDP Renováveis registando uma correlação de -0,97. Verificando-se para 18% da amostra a hipótese H6. Esta hipótese não se verifica para 82% das empresas da amostra com o empréstimo não corrente (ENC) como variável endógena.

Registou-se que 5 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a Liquidez Geral (LG) e o empréstimo total (ET), com um grau de correlação médio quase moderado de -0,41.

Nesta análise as correlações negativas mais significativas foram registadas pela EDP Renováveis e pela J. Martins, registado as correlações -0,98 e -0,66 respetivamente. Verificando-se para 29% da amostra a hipótese H6. Esta hipótese não se verifica para 71% das empresas da amostra com o empréstimo total (ET) como variável endógena.

Contudo, 13 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação negativa entre a Liquidez Geral (LG) e o empréstimo corrente (EC), com um grau de correlação médio moderado de -0,54. As empresas que registaram as correlações negativas mais significativas foram a Cimpor, REN, Media Capital, Galp, Corticeira Amorim, Semapa, com as correlações -0,83, -0,79, -0,77, -0,72, -0,71, -0,70, respetivamente. Verificando-se para 76% da amostra a hipótese H6. Esta hipótese não se verifica para 24% das empresas da amostra com o empréstimo corrente (EC) como variável endógena.

Dimensão (DIM)

Os resultados obtidos revelaram que 10 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma relação positiva entre a dimensão (DIM) e o empréstimo não corrente (ENC), com um grau de correlação médio moderada de 0,59. As empresas que registaram as correlações positivas mais significativa foram Cimpor, Semapa e a Mota Engil, com as correlações 0,93, 0,77 e 0,74 respetivamente.

Verificando-se para 59% da amostra a hipótese H7. Esta hipótese não se verifica para 41% das empresas da amostra com o empréstimo não corrente (ENC) como variável endógena.

Relativamente à relação entre a dimensão (DIM) e o empréstimo corrente (EC) verificou-se que 11 das 17 empresas que constituem a amostra regista uma correlação positiva significativa, com um grau médio de correlação quase moderado de 0,41. As empresas que registaram uma correlação positiva significativa foram a Cofina e a Media Capital, com as correlações 0,93 e 0,88, respetivamente. Verificando-se para 65% da amostra a hipótese H7. Esta hipótese não se verifica para 35% das empresas da amostra com o empréstimo corrente (EC) como variável endógena.

Assim como, 12 das 17 empresas que constituem a amostra apresentou uma relação positiva significativa entre a dimensão (DIM) e o empréstimo total (ET), registando uma correlação média moderada positiva significativa de 0,66. As empresas que registaram as correlações positivas mais significativas foram a Cofina, a Semapa, a Cimpor, Mota Engil, Ren e a EDP Renováveis, registando as seguintes correlações 0,99, 0,96, 0,94, 0,86, 0,79 e 0,73 respetivamente. Verificando-se para 71% da amostra a hipótese H7. Esta hipótese não se verifica para 29% das empresas da amostra com o empréstimo total (ET) como variável endógena.

Oportunidade de crescimento (OC)

Os resultados obtidos revelaram que 9 das 17 empresas que constituem a amostra apresentou uma relação negativa entre a oportunidade de crescimento (OC) e o empréstimo corrente (EC), com um grau de correlação médio quase moderado de -0,40. A empresa que apresentou a correlação negativa mais significativa foi a Sonaecom, com um valor de -0,67. Verificando-se para 53% da amostra a hipótese H8. Esta hipótese não se verifica para 47% das empresas da amostra com o empréstimo corrente (EC) como variável endógena.

Assim como, 10 das 17 empresas que constituem a amostra apresentou uma relação negativa entre a oportunidade de crescimento (OC) com o empréstimo não corrente (ENC) e o empréstimo total (ET), com um grau de correlação médio de -0,55 e -0,60. Relativamente ao empréstimo não corrente (ENC) as correlações negativa mais significativas foram registadas pela Media Capital, Altri, F. Rama, Galp, registando as correlações -0,86, -0,85, -0,79, -0,70 respetivamente.

Por sua vez os resultados evidenciaram que as empresas que registaram as correlações negativas mais significativas entre as oportunidades de crescimento (OC) e o empréstimo total (ET) foram a Glintt, REN, Altri, registrando as correlações - 0,92, -0,78, -0,68 respetivamente. Verificando-se para 59% da amostra a hipótese H7 com o empréstimo não corrente (ENC) e o empréstimo total (ET) como variáveis endógeneas. Esta hipótese não se verifica para 41% das empresas da amostra com o empréstimo não corrente (ENC) e assim como o empréstimo total (ET) como variável endógena.

A seguir regista-se o quadro nº8 síntese dos resultados, com a verificação das hipóteses.

Quadro nº 8 - Síntese dos resultados da análise de correlação e verificação das hipóteses

Hipóteses	Resultados do estudo de Correlação			Teoria/s a testar
	Empréstimo Corrente (EC)	Empréstimo Não Corrente (ENC)	Empréstimo Total (ET)	
Valor de mercado (H1: O aumento do valor de mercado influencia positivamente e significativamente o nível dos empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total existente nas empresas)	Verificou-se maioritariamente (59%)	Não se verificou	Verificou-se parcialmente (35%)	Teoria da Sinalização Teoria do Efeito Fiscal
Imposto sobre o rendimento (H2: Quanto maior for o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo, menor será o imposto sobre o rendimento pago)	Verificou-se maioritariamente (59%)	Não se verificou	Verificou-se maioritariamente (71%)	Teoria do Efeito Fiscal Teoria do Trade Off
Valor de liquidação dos ativos (H3: Os ativos tangíveis apresentam uma relação positiva com os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	Não se verificou	Não se verificou	Não se verificou	Teoria do Trade Off Teoria dos Custos de Agência

Free cash flow (H4: Quanto maior for o free cash flow maior será o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	Verificou-se maioritariamente (65%)	Verificou-se maioritariamente (71%)	Verificou-se maioritariamente (76%)	Teoria dos Custos de Agência
Rendibilidade (H5: Existe uma relação negativa entre a rendibilidade e empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	Não se verificou	Verificou-se maioritariamente (65%)	Verificou-se maioritariamente (76%)	Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (Pecking Order)
Liquidez Geral (H6: Quanto maior for a liquidez geral, menor será o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	Verificou-se maioritariamente (76%)	Verificou-se parcialmente (18%)	Verificou-se parcialmente (29%)	Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento (Pecking Order)
Dimensão (H7: Quanto maior for a dimensão, maior será o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total.)	Verificou-se maioritariamente (65%)	Verificou-se maioritariamente (59%)	Verificou-se maioritariamente (71%)	Teoria da Sinalização
Oportunidade de crescimento (H8: Quanto maior for o rácio Market to book menor será o recurso a empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total)	Verificou-se maioritariamente (53%)	Verificou-se maioritariamente (59%)	Verificou-se maioritariamente (59%)	Teoria do Market Timing

Fonte: Elaboração própria

6.1.2 Confronto dos resultados de correlação com o defendido pelas teorias

Valor de mercado (VM)

Verificou-se que 59% da amostra regista uma relação positiva significativa entre a variável independente valor de mercado (VM) e variável dependente empréstimo corrente (EC), tal como defendido pelas teorias do Efeito Fiscal e da Sinalização. Por sua vez apenas 35% da amostra regista a relação positiva entre esta variável independente e o empréstimo total (ET) defendida pelas teorias. Relativamente a variável dependente empréstimo não corrente, não se verificou os argumentos das teorias.

Imposto sobre o rendimento (IMP)

Verificou-se que 71% da amostra regista uma relação negativa significativa entre a variável independente imposto sobre o rendimento (IMP) e variável dependente empréstimo total (ET) como defendido pelas teorias do Efeito Fiscal e do Trade Off.

Assim como 59% da amostra registaram uma relação negativa entre esta variável independente e a variável dependente empréstimo corrente (EC), confirmando também o defendido pelas teorias. Contudo a relação verificada entre esta variável independente e o empréstimo não corrente (ENC) não confirma os argumentos das teorias.

Valor de liquidação dos ativos (VLA)

Relativamente a variável independente valor de liquidação dos ativos (VLA) não se verificou a relação positiva com as variáveis dependentes empréstimo corrente (EC), empréstimo não corrente (ENC) e empréstimo total (ET) defendida pelas teorias do Trade Off e dos Custos de Agência.

Free Cash Flow (FCF)

A maioria da amostra apresentou uma relação positiva entre esta variável independente e as variáveis dependentes empréstimo total (ET), empréstimo não corrente (ENC), assim como o empréstimo corrente (EC), confirmando o defendido pela teoria dos Custos de Agência. Verificou-se que 76% da amostra confirmaram a relação positiva entre esta variável independente e o empréstimo total (ET), 71% da amostra confirmaram a relação positiva entre esta variável independente e o empréstimo não corrente (ENC), assim como 65% da amostra confirmaram a relação positiva entre esta variável independente e o empréstimo corrente (EC) defendida pela teoria.

Rendibilidade (REND)

Verificou-se que 76% da amostra regista uma relação negativa significativa entre a variável independente rendibilidade (REND) e variável dependente empréstimo total (ET) como defendido pela teoria Hierarquização das fontes de financiamento. Assim como 65% da amostra registaram uma relação negativa entre esta variável independente e a variável dependente empréstimo não corrente (ENC), confirmando também o defendido pela teoria. Contudo a relação verificada entre esta variável independente e o empréstimo corrente (EC) não confirma os argumentos da teoria.

Liquidez Geral (LG)

Verificou-se que 76% da amostra regista uma relação negativa significativa entre a variável independente Liquidez Geral (LG) e a variável dependente empréstimo corrente (EC) como defendido pela teoria Hierarquização das fontes de financiamento. Contudo somente em 29% da amostra se confirma esta relação negativa entre esta variável independente e o empréstimo total (ET). Da mesma forma, apenas 18% da amostra apresentou uma relação negativa entre esta variável independente e o empréstimo não corrente (ENC).

Dimensão (DIM)

Verificou-se que 71% da amostra regista uma relação positiva significativa entre a variável independente Dimensão (DIM) e a variável dependente empréstimo total (ET) como defendido pela teoria da Sinalização. Assim como 65% da amostra registaram uma relação positiva entre esta variável independente e a variável dependente empréstimo corrente (EC). Da mesma forma verificou-se que 59% da amostra registaram uma relação positiva entre esta variável independente e a variável dependente empréstimo não corrente (ENC), confirmando também o defendido pela teoria.

Oportunidade de crescimento (OC)

Verificou-se que 59% da amostra regista uma relação negativa significativa entre a variável independente Oportunidade de crescimento (OC) e as variáveis dependentes empréstimo total (ET) e empréstimo não corrente (ENC). Da mesma forma, 53% da amostra apresentou uma relação negativa entre a variável independente e o empréstimo corrente (EC) confirmando também o defendido pela teoria do *Market Timing*.

6.1.3 Empresas que evidenciaram seguir os argumentos defendidos pelas teorias a testar

Os resultados do estudo correlacional realizado evidenciaram que alguns elementos da amostra registam indícios de seguir, de certa forma, os argumentos das teorias em investigação. De seguida registam-se as empresas que registaram maiores indícios de possivelmente seguirem os argumentos defendidos pelas diversas teorias

Os resultados da Altri indicaram a existência de uma relação positiva forte entre o valor de mercado (VM) com o empréstimo corrente (EC), de aproximadamente 0,77, assim como, uma relação negativa moderada quase forte entre o imposto sobre o rendimento (IMP) e o empréstimo corrente (EC), de aproximadamente -0,71. Confirmando de certa forma os argumentos da teoria do efeito fiscal.

Por sua vez, a mesma empresa apresentou evidência de seguir os argumentos defendidos pela teoria *Trade Off*, ao registrar não só uma relação negativa moderada quase forte entre imposto sobre o rendimento (IMP) e o empréstimo corrente (EC), de aproximadamente -0,71, como também uma relação positiva forte entre o valor de liquidação dos ativos (VLA) e o empréstimo não corrente (ENC), de aproximadamente 0,78.

A relação positiva forte observada entre o *Free Cash Flow* (FCF) e o empréstimo não corrente (ENC), de aproximadamente 0,87, assim como a relação forte entre o valor de liquidação dos ativos (VLA) e o empréstimo corrente (EC), de aproximadamente de 0,64, registrada pela Glintt da indícios desta seguir, de certa forma, os argumentos da teoria dos Custos de Agência.

Por outro lado, a Galp apresentou ao mesmo tempo uma relação negativa forte entre a rentabilidade (REND) e o empréstimo não corrente (ENC), de aproximadamente -0,89, assim como uma relação negativa moderada quase forte entre a liquidez geral (LG) e o empréstimo corrente (EC), de aproximadamente -0,72. Estes resultados tornaram a Galp a empresa que apresentou maiores indícios de seguir a teoria da Hierarquização das fontes de financiamento.

Relativamente a teoria da Sinalização verificou-se que as empresas Cofina, Media Capital e a Cimpor registaram fortes indícios de possivelmente seguirem os seus argumentos. A Cofina apresentou uma relação positiva muito forte entre a variável dimensão (DIM) e o empréstimo corrente (EC) e também o empréstimo total (ET), de 0,93 e 0,99, respetivamente. A empresa apresentou simultaneamente uma relação positiva muito forte entre o valor de mercado (VM) e o empréstimo corrente (EC), de aproximadamente 0,92, assim como uma relação forte entre o valor de mercado (VM) e o empréstimo total (ET), de aproximadamente 0,76. A Media Capital apresentou uma relação positiva forte entre a variável valor de mercado (VM) e a variável dimensão (DIM) com o empréstimo corrente (EC), de 0,87 e (0,89), respetivamente.

A Cimpor apresentou uma relação positiva forte entre o valor de mercado (VM) e o empréstimo corrente (EC), de aproximadamente 0,79, assim como uma relação muito forte positiva entre a variável dimensão (DIM) com o empréstimo corrente (EC) e o empréstimo total (ET), com as correlações 0,93 e 0,99, respetivamente.

Em relação a teoria do *Market Timing*, as empresas que registaram fortes indícios de seguirem os seus argumentos foram a Glintt, a Media Capital, a Altri, a F. Rama e a Ren. A Glintt apresentou uma relação negativa muito forte entre as oportunidades de crescimento (OC) e o empréstimo total (ET), de aproximadamente -0,92. Por sua vez as empresas Media Capital, a Altri, a F. Rama, a Ren e a Galp registaram uma relação negativa forte entre as oportunidades de crescimento (OC) com o empréstimo total (ET), de -0,86,-0,85,-0,79, respetivamente. Por sua vez a Ren apresentou uma relação negativa forte entre as oportunidades de crescimento (OC) e o endividamento total (ET), registando uma correlação -0,78.

De seguida regista-se o quadro nº 9. Regista as empresas que deram maiores indícios de seguir as teorias a testar.

Quadro nº 9 - Empresas e teorias que seguem

Empresas	Teorias que seguem
Altri	Teoria do Efeito Fiscal / Teoria do Trade Off
Glintt	Teoria dos Custos de Agência
Galp	Teoria da Hierarquização das fontes de financiamento
Cofina, Media Capital e a Cimpor	Teoria da Sinalização
Glintt, a Media Capital, a Altri, a F. Rama e a Ren	Teoria do Market Timing

Fonte: Elaboração própria

6.1.4 Resultados da análise de Autocorrelação

De seguida valida se a autocorrelação existente entre as variáveis independentes que constituem os modelos criados para analisar cada teoria.

Teoria do Efeito fiscal

Modelo: Variável endógena = $f(\text{VM}, \text{IMP})$

Os resultados da correlação entre as variáveis valor de mercado (VM) e Imposto sobre o rendimento (IMP), mostram que a auto correlação existente entre as variáveis é, na sua maioria, significativa. Os resultados obtidos revelam que 13 das 17 empresas que constituem a amostra, aproximadamente 76% da amostra, registaram valores de correlação superiores a 0,45, assim como o valor correlação médio registado pela amostra foi de 0,56.

Teoria do *Trade Off*

Modelo: Variável endógena = $f(\text{IMP}, \text{VLA})$

Os resultados da correlação entre as variáveis Imposto sobre o rendimento (IMP) e o valor de liquidação dos ativos (VLA), mostram que a autocorrelação existente entre as variáveis é na sua maioria significativa. Os resultados obtidos revelaram que 10 das 17 empresas que constituem a amostra, aproximadamente 59% da amostra, registaram valores de correlação igual ou superiores a 0,44, assim como o valor de correlação médio registado pela amostra foi de 0,43.

Teoria dos Custos de Agência

Modelo: Variável endógena = $f(\text{FCF}, \text{VLA})$

As variáveis *free cash flow* (FCF) e valor de liquidação dos ativos (VLA) registaram a existência de uma autocorrelação bastante significativa. Os resultados obtidos revelaram que 10 das 17 empresas que constituem a amostra, aproximadamente 59% do total da amostra, apresentou uma correlação forte entre as variáveis. Apenas sete das 17 empresas que constituem amostra não registaram uma autocorrelação forte, assim como o valor de correlação médio registado pela amostra foi de 0,67.

Teoria da Hierarquização das fontes de Financiamento

Modelo: Variável endógena = $f(\text{REND}, \text{LG})$

Os resultados da correlação entre as variáveis rendibilidade (REND) e liquidez geral (LG) demonstraram que possuem uma autocorrelação significativa.

Os resultados obtidos revelaram que 10 das 17 empresas que constituem a amostra, aproximadamente 59% da amostra, registaram valores de correlação igual ou superiores a 0,40, assim como o valor de correlação médio registado pela amostra foi de 0,40.

Teoria da Sinalização

Modelo: Variável endógena = $f(\text{VM}, \text{DIM})$

Os resultados da correlação entre as variáveis valor de mercado (VM) e dimensão (DIM) validam que possuem uma autocorrelação significativa. Os resultados obtidos revelaram que 12 das 17 empresas que constituem a amostra, aproximadamente 71% da amostra, registaram valores de correlação igual ou superiores a 0,40, assim como o valor de correlação médio registado pela amostra foi de 0,53.

De seguida regista-se o quadro nº 10 com os resultados das autocorrelações registada entre as variáveis independentes.

Quadro nº 10 - Resultado das Autocorrelações

Amostra	Valor de mercado / Imposto pago	Liquidez Geral / Rendibilidade	Imposto pago / Valor de liquidação	Valor de liquidação / Free Cash Flow	Valor de mercado / Dimensão (log Total do Activo)
ALTRISGPS	-0,464	-0,039	0,363	-0,916	0,639
CIMPOR	0,446	-0,092	-0,645	-0,848	-0,761
COFINA	0,454	-0,323	-0,003	-0,466	0,787
CORTICEIRA AMORIM	0,685	0,586	0,203	-0,379	0,453
EDP RENOVAVEIS	-0,974	-0,188	0,440	-0,774	0,728
FARMA GPS	0,290	-0,399	-0,528	-0,136	0,246
GALP ENERGIA NOM	0,273	-0,964	-0,013	-0,922	-0,581
MEDIA CAPITAL	0,543	0,710	0,569	0,830	0,772
NOS GPS	0,379	0,216	-0,105	-0,253	0,973
NOVABASE GPS	0,461	0,235	0,639	-0,103	-0,722
REN	-0,307	-0,457	0,013	0,519	-0,078
SEMAPA	-0,709	0,018	0,837	-0,986	0,032
JM MARTINS GPS	0,513	0,403	0,014	-0,854	-0,067
glintt	0,719	0,455	-0,612	-0,792	0,980
mota Engil	0,814	0,394	0,802	0,900	0,675
Portucel	-0,948	-0,513	0,734	-0,987	-0,134
SONAEcom	-0,482	-0,977	0,754	-0,692	-0,423

Fonte: Elaboração própria

6.2 Resultado da Estimação dos Modelos de Regressão linear Simples

Com vista a testar aplicabilidade de alguns dos argumentos defendidos pelas teorias financeiras nas empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, estimaram-se 33 regressões lineares simples. No quadro nº 11 regista-se os resultados destas regressões.

Quadro nº 11 - Resultado das regressões

Variaveis Independentes	Variaveis Dependentes								
	Empréstimo Total (ET)			Empréstimo Não Corrente (ENC)			Empréstimo Corrente (EC)		
	R2	R2 Ajustado	Coef (β)	R2	R2 Ajustado	Coef (β)	R2	R2 Ajustado	Coef (β)
Dimensão (DIM)	0,692	0,689	0,832	0,609	0,604	0,780	0,317	0,308	0,563
Imposto sobre o rendimento (IMP)	0,433	0,426	0,658	0,345	0,337	0,587	0,326	0,318	0,571
Free cash flow (FCF)	0,426	0,419	0,653	0,375	0,367	0,612	0,193	0,183	0,439
Valor de mercado (VM)	0,283	0,274	0,532	0,223	0,214	0,472	0,225	0,216	0,475
Valor de liquidação dos ativos (VLA)	0,240	0,231	0,490	0,244	0,235	0,494	0,033	0,022	0,182
Rendibilidade (REND)	0,131	0,109	-0,34	0,143	0,131	-0,38	0,007	-0,012	-0,01
Oportunidades de crescimento (OC)	0,002	-0,01	-0,04	0,007	-0,005	-0,08	0,02	0,009	0,143
Liquidez Geral (LG)	0,00	-0,01	-0,21	0,00	-0,01	0,01	0,02	0,00	-0,14

Fonte: Elaboração própria

6.2.1 Resultado das regressões

Os resultados mostram que as variáveis independentes com capacidade de explicar o comportamento das variáveis dependentes empréstimo corrente (EC), empréstimo não corrente (ENC) assim como o empréstimo total (ET), são a dimensão (DIM), imposto sobre o rendimento (IMP), *free cash flow* (FCF), valor de mercado (VM), valor de liquidação dos ativos (VLA) e a rendibilidade (REND).

A dimensão (DIM) foi a variável independente que apresentou maior capacidade explicativa nas regressões em que as variáveis dependentes eram o empréstimo total (ET) e o empréstimo não corrente (ENC), somente nas regressões com o empréstimo corrente (EC) como variável dependente é que a sua capacidade explicativa foi superada pela da variável imposto sobre o rendimento (IMP). Por sua vez, das variáveis salientadas inicialmente, a rendibilidade foi a que apresentou em todas as regressões a menor capacidade explicativa.

As variáveis independentes oportunidades de crescimento (OC) e Liquidez Geral (LG) não registaram uma capacidade explicativa estatisticamente significativa.

De seguida analisa-se os resultados referentes a cada uma das variáveis independentes.

Dimensão (DIM)

A dimensão regista em todas as regressões o sinal esperado (positivo), registando-se sempre como uma variável explicativa estatisticamente significativa no comportamento das variáveis dependentes, comprovando dessa forma a hipótese H7. Verifica-se que a sua capacidade explicativa, assim como o seu grau de influência é superior nas regressões em que as variáveis dependentes são o empréstimo total (ET) e o empréstimo não corrente (ENC). O aumento da dimensão funciona como um sinal positivo enviado ao mercado, pois são entendidas por exercer atividades mais diversificadas acabando por criar e partilhar maiores quantidade de informação sobre o seu desempenho assim como disseminam o seu risco de negócio, possuindo dessa forma menores problemas de assimetria de informação e menores constrangimentos ao acesso à dívida. Os resultados comprovam que uma maior dimensão significa um menor constrangimento no acesso à dívida.

Contudo notou-se um efeito ligeiramente mais significativo no empréstimo não corrente assim como no empréstimo total, em relação ao empréstimo corrente. Diversos autores depararam-se com a mesma situação, apenas de forma mais acentuada, a variável dimensão e o empréstimo corrente registaram uma relação negativa contrária a esperada, entre estes autores encontravam-se Leote & Rita (2011) e Novo (2010). Os autores concordam que esta situação deve-se as características associadas às empresas de maior e menor dimensão.

As empresas de maior dimensão partilham muita informação assim como são entendidas por possuir uma probabilidade de incumprimento muito reduzida, esta situação dá-lhes acesso ao mercado da dívida de longo á condições bastante favoráveis, podendo dessa forma financiar-se com empréstimo a longo prazo a taxas muito aliciantes. Por sua vez, as empresas de menor dimensão tendem a aceder á dívida de curto prazo, pois as instituições bancárias preferem conceder-lhes fundos a curto prazo e não a longo prazo de modo a mitigar o seu risco financeiro.

Com base nos resultados das regressões com o empréstimo total (ET) e o empréstimo não corrente (ENC) como variáveis dependentes, nas quais a variável dimensão regista uma capacidade explicativa de 69 % e 61%, respetivamente. Verifica-se que a variação positiva de uma unidade da variável dimensão (DIM) gera um acréscimo no empréstimo total (ET) e no empréstimo não corrente (ENC) de 0,83 e 0,78, respetivamente.

Por sua vez, nas regressões com o empréstimo corrente (EC) como variável dependente esta variável regista uma capacidade explicativa bastante inferior de 30%, assim como um grau de influência de apenas 0,56.

Free cash flow (FCF)

A variável *free cash flow* regista em todas as regressões o sinal positivo esperado registando-se sempre como uma variável explicativa estatisticamente significativa no comportamento das variáveis dependentes, comprovando dessa forma a hipótese H4. Confirma-se assim a possibilidade da utilização da dívida, neste trabalho representada pelos empréstimos corrente, não corrente e total, para diminuir as disponibilidades existentes, de modo a diminuir os custos de agência existentes.

Os resultados das regressões realizadas com o empréstimo total (ET) e o empréstimo não corrente (ENC) como variáveis dependentes, nas quais a variável disponibilidade regista uma capacidade explicativa de 42 % e 37%, respetivamente. Verifica-se que o acréscimo de uma unidade da variável *free cash flow* (FCF) gera um acréscimo no empréstimo total e no empréstimo não corrente de 0,65 e 0,61, respetivamente. Por sua vez, o *free cash flow* (FCF) verifica uma menor capacidade explicativa em relação ao comportamento da variável dependente empréstimo corrente, de aproximadamente 18%, com um grau de influência de 0,56.

Oportunidades de crescimento (OC)

A variável oportunidades de crescimento (OC) não registra um efeito significativo sobre as variáveis dependentes. Dessa forma não se aceita como válida a hipótese H8.

Verificou-se a relação esperada (negativa) nas regressões entre esta variável e as variáveis dependentes empréstimo total (ET) e empréstimo não corrente (ENC), contudo o grau de influência assim como a capacidade explicativa eram muito próximas de zero. Demonstrando que a relação não é estatisticamente significativa. Por sua vez a regressão entre esta variável e o empréstimo corrente (EC) registra uma relação contrária à esperada (positiva) com um grau de influência pouco significativo, de 0,14, assim como uma capacidade explicativa também muito próxima de zero.

Liquidez Geral (LG)

A variável Liquidez geral (LG) não registra um efeito significativo sobre as variáveis dependentes. Dessa forma não se aceita como válida a hipótese H6. Verificou-se a relação esperada (negativa) nas regressões entre esta variável e as variáveis dependentes empréstimo total (ET) e empréstimo corrente (EC), contudo o grau de influência assim como a capacidade explicativa eram muito próximas de zero, demonstrando que a relação não é estatisticamente significativa. Por sua vez a regressão entre esta variável e o empréstimo não corrente (ENC) registra uma relação contrária à esperada (positiva) com um grau de influência assim como uma capacidade explicativa muito próxima de zero.

Valor de liquidação dos ativos (VLA)

O valor de liquidação dos ativos (VLA) registra em todas as regressões o sinal esperado (positivo), contudo esta variável só registra um efeito moderadamente significativo sobre as variáveis empréstimo total (ET) e o empréstimo não corrente (ENC). Não se verificou um efeito significativo sobre o empréstimo corrente (EC). Dessa forma a hipótese H7 apenas é confirmada parcialmente, ou seja só é confirmada nas relações com o empréstimo total (ET) e não corrente (ENC).

Quanto maior for a proporção dos ativos fixos tangíveis sobre o ativo total, mas facilmente o ativo total será quantificável pelos credores podendo ser utilizados como garantia face aos empréstimos contraídos, tornando conseqüentemente o custo endividamento menor. Os resultados confirmam a possibilidade do aumento da proporção dos ativos tangíveis sobre o ativo total facilitarem o acesso ao empréstimo total e ao empréstimo não corrente, contudo os resultados relativamente ao empréstimo corrente não foram suficientemente significativo para se confirmar o mesmo.

Assim como o presente trabalho, Leote & Rita (2011), Rogão (2006), Rebelo (2006), Cardoso (2013), registaram a mesma relação entre esta variável e a dívida total e a dívida não corrente. Por sua vez, Cardoso (2013), Novo (2010), Gama (2000) e Correia (2003) também não verificaram a relação positiva significativa entre esta variável e a dívida de curto prazo, os seus resultados registaram uma relação negativa contrária a esperável. Os autores concordam que esta situação é consequência da maior proporção de ativo fixo tangíveis se traduzir no aumento das amortizações. Apesar do aumento das amortizações representar um aumento dos custos, estas não são uma despesa, ou seja não representam uma saída de fundos, concedendo maior flexibilidade à tesouraria das empresas.

Os resultados das regressões realizadas com o empréstimo total (ET) e o empréstimo não corrente (ENC) como variáveis dependentes, nas quais a variável valor de liquidação dos ativos (VLA) regista uma capacidade explicativa de 23% e 24%, respetivamente. Verifica-se que o acréscimo de uma unidade da variável valor de liquidação dos ativos (VLA) gera um acréscimo no empréstimo total (ET) e no empréstimo não corrente (ENC) de 0,48 e 0,49, respetivamente.

Por sua vez, o valor de liquidação dos ativos (VLA) verifica uma capacidade explicativa em relação ao comportamento da variável dependente empréstimo corrente (EC) muito próxima de zero, com um grau de influência de 0,18.

Rendibilidade (REND)

A variável rendibilidade (REND) regista em todas regressões o sinal esperado (-), contudo verifica-se um efeito explicativo bastante modesto sobre as variáveis dependentes empréstimo total (ET) e empréstimo não corrente (ENC), assim como um efeito não significativo sobre o empréstimo corrente (EC).

Confirmando-se a hipótese H5 parcialmente e de uma forma bastante modesta. O aumento da rentabilidade, em princípio, representa uma maior capacidade de gerar fundos internamente, sendo desta forma expectável uma menor necessidade de se recorrer à dívida. Os resultados confirmam que o aumento da rentabilidade, apesar que de uma forma bastante menor da expetável, influencia negativamente a utilização do empréstimo total assim como o empréstimo não corrente, contudo o mesmo não foi possível verificar-se em relação ao empréstimo corrente.

Ao contrário da relação pouco significativa averiguada neste trabalho entre a rentabilidade (REND) e o empréstimo total (ET), não corrente (ENC) e corrente (EC), diversos trabalhos têm encontrado uma relação bastante significativa entre esta variável e a dívida total, dívida não corrente assim como a corrente. Entre esses trabalhos encontram-se os de Leote & Rita (2011), Novo (2010), e Cardoso (2013).

Os resultados das regressões realizadas com o empréstimo não corrente (ENC) e o empréstimo total (ET) como variáveis dependentes, nas quais a rentabilidade (REND) regista uma capacidade explicativa de 13% e 12%, respetivamente. Verifica-se que o acréscimo de uma unidade da variável valor de liquidação dos ativos (VLA) gera um decréscimo no empréstimo total (ET) e no empréstimo não corrente (ENC) de 0,38 e 0,36, respetivamente. Por sua vez, a rentabilidade (REND) regista uma capacidade explicativa assim como um grau de influência em relação ao comportamento da variável muito próximo de zero, de 0,022 e -0,082, respetivamente.

Valor de mercado (VM)

A variável valor de mercado (VM) regista em todas as regressões o sinal positivo esperado, registando-se sempre como uma variável explicativa estatisticamente pouco significativa no comportamento das variáveis dependentes, comprovando de forma modesta a hipótese H1. Os resultados comprovam que o valor de mercado consegue influenciar a utilização de empréstimos como meio de financiamento dos investimentos das empresas, comprovando que essa variável ainda que de forma modesta tem influência sobre as decisões de estrutura de financiamento das empresas. Prevê-se a possibilidade da aplicabilidade dos argumentos da teoria do efeito fiscal de que este efeito seja resultado da alavanca financeira proporcionada pela utilização de empréstimos, visto que a amostra é constituída por empresas que registam margens positivas após pagos os juros dos empréstimos contraídos.

Assim como os argumentos da teoria da Sinalização de que o aumento da dívida é visto como um sinal positivo pelo mercado. Esta percepção resulta no aumento do valor mercado das empresas, pois o mercado percebe que um aumento da dívida resulta num aumento da rentabilidade futura das empresas.

Os resultados das regressões realizadas com as variáveis dependentes empréstimo total (ET), empréstimo corrente (EC) e o empréstimo não corrente (ENC), nas quais a variável valor de mercado (VM) regista uma capacidade explicativa de 27%, 22% e 21%, respetivamente. Verifica-se que o acréscimo de uma unidade da variável valor de mercado gera um acréscimo no empréstimo total (ET), empréstimo corrente (EC) e no empréstimo não corrente (ENC) de 0,53, 0,48 e 0,47, respetivamente.

Imposto sobre o rendimento (IMP)

A variável imposto sobre o rendimento (IMP) regista em todas as regressões o sinal positivo contrário ao esperado, apesar de registar-se sempre como uma variável explicativa estatisticamente significativa no comportamento das variáveis dependentes. Dessa forma não é possível validar a hipótese H2.

Os resultados das regressões realizadas com as variáveis dependentes empréstimo total (ET), empréstimo não corrente (ENC) e o empréstimo corrente (EC), nas quais a variável imposto sobre o rendimento (IMP) regista uma capacidade explicativa de 43%, 34% e 32%, respetivamente. Verifica-se que o acréscimo de uma unidade da variável imposto sobre o rendimento (IMP) gera um acréscimo no empréstimo total (ET) e no empréstimo não corrente (ENC) de 0,66, 0,59 e 0,57, respetivamente.

6.2.2 Confronto do resultado das regressões com as hipóteses levantadas e os argumentos defendidos pelas teorias

Após análise dos resultados empíricos e validação das hipóteses, pretende-se confrontar a validação das hipóteses à luz das teorias testadas. De seguida regista-se o Quadro nº12, com os resultados das hipóteses.

Quadro nº 12 - Validação das Hipóteses

Hipóteses	Resultado
H1: O aumento do valor de mercado influencia positivamente e significativamente o nível dos empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total existente nas empresa	Validada
H2: Quanto maior for o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo, menor será o imposto sobre o rendimento pago	Não validada, relação positiva contrária a esperada.

H3: Os ativos tangíveis apresentam uma relação positiva com os empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total	Verificada
H4: Quanto maior for o free cash flow maior será o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total	Validada
H5: Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total	Validada maioritariamente. Somente com o empréstimo corrente não verificada a relação esperada
H6: Quanto maior for a liquidez geral, menor será o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total	Não validada. Capacidade explicativa da variável muito próxima de zero.
H7: Quanto maior for a dimensão, maior será o nível de empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total	Validada
H8: Quanto maior for o rácio Market to book menor será o recurso a empréstimos corrente, não corrente, assim como o empréstimo total)	Não validada

Fonte: Elaboração própria

A validação da hipótese H1 confirma os argumentos defendidos pela teoria do efeito fiscal, quanto maior for a utilização de dívida maior será o valor de mercado da empresa, pois o seu custo efetivo menor, devido a sua dedutibilidade fiscal, aumentará a sua rentabilidade e consequentemente o seu valor de mercado. Assim como se confirma os argumentos defendidos pela teoria da sinalização, o aumento da dívida é interpretado positivamente pelo mercado, onde se percebe que a empresa se encontra em bom estado e se esperam rendimentos futuros, essa percepção reflete-se num aumento do valor de mercado das empresas. Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verifica-se que apesar de nem todas as empresas que constituem a amostra terem apresentado a relação positiva esperada, o grau de correlação registado pelas empresas que registaram a relação positiva esperada foi suficiente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependentes seja no sentido previsto pelas teorias da Sinalização assim como a do Efeito Fiscal.

Por sua vez os resultados da hipótese H2 não confirmam os argumentos da teoria do Efeito Fiscal e do Trade Off, pois a relação positiva observada entre os impostos sobre o rendimentos e os empréstimos é contrária à negativa esperada. Esta situação pode ser consequência das alterações na legislação em vigor em Portugal durante o período 2010-2014, que de certa forma diminuem os ganhos obtidos pela dedutibilidade dos encargos financeiros.

Verificou-se que em 2010, de acordo com a legislação em vigor na altura, a derrama estadual correspondia a aplicação de uma taxa adicional de 2,5% sobre a parte do lucro tributável que fosse superior a dois milhões de euros. Em 2012, nota-se a aplicação de duas taxas adicionais superiores a anterior, assim como a diminuição da parte do lucro tributável que estava isenta dessa taxa adicional, a derrama estadual passa a corresponder à aplicação de uma taxa de adicional de 3% sobre a parte do lucro tributável entre 1,5 e 10 milhões e de 5% sobre a parte do lucro tributável superior a 10 milhões de euros. Em 2013, nota-se que aumenta a parte do lucro tributável sobre a qual incide a taxa adicional superior, a derrama estadual passa a corresponder à aplicação de 3% sobre a parte do lucro tributável entre 1,5 e 7,5 milhões e de 5% sobre a parte do lucro tributável superior a 7,5 milhões de euros. Em 2014, a situação agrava-se, aumenta-se o número de taxas adicionais, a derrama estadual correspondeu a aplicação de uma taxa adicional de 3% sobre a parte do lucro tributável entre 1,5 e 7,5 milhões de euros, de 5% sobre a parte do lucro tributável entre 7,5 e 35 milhões de euros e de 7% sobre o lucro tributável acima de 35 milhões de euros. Apesar da dedutibilidade dos encargos financeiros sobre a base tributável o imposto sobre o rendimento, ou seja o resultado antes de imposto, não terem registado um efeito de tal forma significativo para se verificar uma relação negativa entre os empréstimos e o imposto sobre o rendimento, verifica-se que os encargos financeiros suportados pelas empresas da amostra, em média, representam aproximadamente 84% do resultado antes de imposto. Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verifica-se que apesar da maioria das empresas que constituem a amostra terem registado a relação negativa esperada, prevê-se que o grau de correlação registado não tenha sido suficientemente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependentes seja no sentido previsto pelas teorias do *Trade Off* e a do Efeito Fiscal. (fonte: relatório e contas das empresas que constituem a amostra)

A validação da hipótese H1 e a não validação da H2, faz com que apenas um dos argumentos defendidos pela teoria do Efeito Fiscal tenha sido confirmado.

A validação da hipótese H7 confirma os argumentos da teoria da sinalização, o aumento da dimensão diminui os problemas de assimetria de informação, funcionando como uma forma de sinalização positiva para o mercado, possibilitando as empresas financiar-se em melhores condições.

Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verificou-se que a maioria das empresas que constituem a amostra ter registado a relação positiva esperada, tendo o grau de correlação registado sido suficientemente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependentes seja no sentido previsto pela teoria da Sinalização.

A validação da hipótese H1 assim como a da H7, faz com que se confirmem os dois argumentos defendidos pela teoria da Sinalização que foram testados.

A validação da hipótese H3 confirma-se ainda que de forma parcial, pois os resultados obtidos com o empréstimo corrente não foram significativos, os argumentos defendidos pela teoria *Trade Off* e a dos Custos de Agência que os ativos tangíveis ao contrário dos ativos intangíveis são percecionados como garantias mais fiáveis pelos credores, permitindo dessa forma diminuir os custos de falência assim como os de agência. Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verifica-se que apesar da maioria das empresas que constituem a amostra não terem registado a relação positiva esperada, grau de correlação registado pelas empresas que registaram a relação positiva esperada tenha sido suficientemente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependentes seja no sentido previsto pelas teorias do *Trade Off* e a dos Custos de Agência.

A não validação da hipótese H2 e a validação da hipótese H3, faz com que apenas se confirme um dos argumentos defendidos pela teoria *Trade Off* que foram testados.

A validação da hipótese H4 confirma a possibilidade de se utilizar os empréstimos de modo a diminuir as disponibilidades existentes e dessa forma atenuar os custos de agência existentes, tal como defendido pela teoria dos Custos de Agência. Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verifica-se que a maioria das empresas que constituem a amostra registaram a relação positiva esperada, sendo que o grau de correlação registado por estas empresas tenha sido suficientemente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependentes seja no sentido previsto pela teoria dos Custos de Agência.

A validação da hipótese H3 assim como a da H4, faz com que se confirmem os dois argumentos defendidos pela teoria dos Custos de Agência que foram testados.

Os resultados da hipótese H6 não confirmam os argumentos da teoria da Hierarquização das fontes de financiamento, devido ao seu efeito não significativo estatisticamente sobre os empréstimos, não confirmando que o aumento da solvabilidade da empresa levaria a diminuição dos empréstimos contraídos, devido á preferência das empresas pelo auto financiamento. Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verifica-se que apenas um número reduzido de empresas registou a relação negativa esperada entre esta variável e os empréstimos não corrente e os empréstimos total. Assim como, a maioria das empresas que constituem a amostra registaram a relação negativa esperada entre esta variável e os empréstimos correntes. Contudo verifica-se que o grau de correlação registado pelas empresas que registaram a relação negativa esperada terá sido suficientemente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependente empréstimos total e empréstimos corrente, seja no sentido previsto pela teoria da Hierarquização das fontes de financiamento.

A validação da hipótese H5, ainda que de forma parcial pois a rendibilidade não regista uma capacidade explicativa significativa sobre o empréstimo corrente, confirma o defendido pela teoria da Hierarquização das fontes de financiamento. Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verifica-se que a maioria das empresas que constituem a amostra registaram a relação negativa esperada, supondo-se que o grau de correlação registado por estas empresas tenha sido suficientemente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependentes seja no sentido previsto pela teoria da Hierarquização das fontes de financiamento.

A não validação da hipótese H6 e a validação da hipótese H5, faz com que apenas se confirme um dos argumentos defendidos pela teoria da Hierarquização das fontes de financiamento que foram testados.

Por sua vez a não validação da hipótese H8, devido a fraca capacidade da variável oportunidades de crescimento em explicar o nível de empréstimos, não confirma os argumentos da teoria do *Market Timing*, de que as oportunidades de crescimento existentes no mercado influenciam a estrutura de capitais das empresas. Tendo em conta estes resultados não se confirma a aplicabilidade da teoria do *Market Timing* nas empresas que constituem a amostra.

Confrontando os resultados das regressões com os obtidos na análise de correlação, verifica-se que apesar da maioria das empresas que constituem a amostra terem registado a relação negativa esperada; verifica-se que o grau de correlação registado por estas empresas apenas terá sido suficientemente significativo para que o grau de influência desta variável em relação ao comportamento das variáveis dependentes empréstimo não corrente assim como o total seja no sentido previsto pela teoria do *Market Timing*.

Os resultados obtidos sugerem que as empresas que constituem a amostra tendem a seguir mais os argumentos das teorias da Sinalização e a dos Custos de Agência quando tomam decisões de financiamento, pois foram as únicas teorias de que as duas hipóteses formuladas para testar a sua aplicabilidade foram confirmadas. Assim como, as variáveis independentes utilizadas para testar os seus argumentos foram as que, à exceção da variável imposto sobre o rendimento, registaram uma maior capacidade explicativa sobre a variabilidade dos empréstimos corrente, não corrente e total.

Conclusão, Limitações e Recomendações para pesquisas futuras

Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo principal testar a aplicabilidade de alguns dos argumentos defendidos pelas teorias do Efeito Fiscal, do *Trade Off*, dos Custos de Agência, da Hierarquização das fontes de financiamento, da Sinalização e do *Market Timing* nas empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, em 2015.

Pretendia-se verificar quais das referidas teorias sobre a estrutura de capitais tinha uma influência mais significativa nas empresas aquando das decisões entre a utilização de capitais próprios e capitais alheios como fonte de financiamento.

Com base na informação recolhida em diversos estudos empíricos e nas variáveis sugeridas pelas teorias a testar foram utilizados oito potenciais determinantes da estrutura de capitais — valor de mercado (VM), imposto sobre o rendimento (IMP), valor de liquidação (VLA), *free cash flow* (FCF), rendibilidade (REND), liquidez geral (LG), dimensão (DIM) e as oportunidades de crescimento (OC).

Recorreu-se ao modelo de regressão linear simples para analisar a relação entre o nível de empréstimos correntes, não correntes e total existente nas empresas e os potenciais determinantes da estrutura de capitais referidos anteriormente. De modo a averiguar se as relações existente são como as defendidas pelos argumentos das referidas teorias.

A teoria dos Custos de Agência foi testada através das variáveis *free cash flow* e o valor de liquidação dos ativos. O *free cash flow*, representado pelo valor da rubrica caixa e equivalentes, está relacionado positivamente com os empréstimos corrente, não corrente assim como o total, confirmando que as empresas utilizam os empréstimos para diminuir os custos de agência existentes e consequentemente aumentar a sua rentabilidade conciliando dessa forma os interesses dos gestores e dos acionistas. Esta situação é de certa forma confirmada pelo facto da amostra ser constituídas pelas empresas portuguesas cotadas no *Euronext* Lisboa que apresentaram lucros após o pagamento custos operacionais e financeiros durante o período 2010-2014. O valor de liquidação dos ativos está relacionada positivamente com o nível dos empréstimos não corrente e o total, confirmando o previsto pela teoria dos Custos de Agência, em que as empresas com maiores níveis de ativos tangíveis registam um nível superior de empréstimos, pois possuem de um maior número de ativos para serem utilizados como garantias no processo de obtenção de crédito. Contudo não se verificou essa relação positiva com o empréstimo corrente

A teoria da Sinalização foi testada através da variável dimensão e valor de mercado. A variável dimensão está relacionada positivamente com o empréstimo corrente, não corrente assim como o total, confirmando que as empresas de maior dimensão possuem menores problemas de assimetria de informação e logo maior facilidade de acesso aos empréstimos. Da mesma foi confirmada a relação positiva entre o valor de mercado e os empréstimos corrente, não corrente assim como o total, confirmando que o aumento dos empréstimos é percebido que a rentabilidade futura da empresa aumentará, fazendo com que o seu valor de mercado aumente.

A teoria do Efeito Fiscal foi testada através da variável imposto sobre o rendimento e o valor de mercado. A relação positiva entre os impostos sobre o rendimento e os empréstimos corrente, não corrente e total, confirma que a dedutibilidade dos encargos financeiros não exerce um efeito de tal forma significativo para se verificar uma relação negativa entre o imposto sobre o rendimento e os empréstimos.

É provável que esta situação seja de certa forma consequência das alterações na legislação em vigor em Portugal durante o período 2010-2014. Neste período a derrama estadual correspondeu à aplicação de taxas adicionais sobre diversas partes do lucro tributável, diminuindo dessa forma os ganhos obtidos pela dedutibilidade dos encargos financeiros. Contudo, verificou-se que os encargos financeiros reduzem significativamente a base tributável, tendo representado aproximadamente 84% do resultado antes de imposto (cf. Anexo nº4). O valor de mercado está relacionado positivamente com os empréstimos corrente, não corrente e total, confirmando que alavanca financeira proporcionada pela utilização de empréstimos tem um efeito positivo no valor de mercado das empresas.

A teoria do *Trade-off* foi testada através do imposto sobre o rendimento e pelo valor de liquidação dos ativos. Da mesma forma que a teoria do Efeito fiscal, não se averiguou a relação negativa esperada. Da mesma forma que a teoria do Custos de Agência o valor de liquidação dos ativos está relacionada positivamente com o nível de não corrente e o total, em que as empresas com maiores níveis de ativos tangíveis registam um nível superior de empréstimos. Contudo não se verificou essa relação positiva com o empréstimo corrente.

A teoria da Hierarquização das fontes de financiamento foi testada através da rendibilidade e da liquidez geral das empresas e a sua relação com os empréstimos corrente, não corrente e total. A variável liquidez geral registou uma relação não estatisticamente significativa com os empréstimos corrente, não corrente e total, não sendo possível confirmar que a diminuição do *deficit* diminui a utilização de empréstimos corrente, não corrente assim como o total. Por sua vez, a variável rendibilidade está relacionada negativamente com os empréstimos corrente, não corrente e total, contudo a sua capacidade explicativa foi das mais fracas observadas. De tal forma que os resultados registaram uma relação não estatisticamente significativa entre esta variável e os empréstimos correntes. Estes resultados aliados a relação positiva observada entre a variável *free cash flow*, utilizada para testar a teoria dos Custos de Agência, com os empréstimos corrente, não corrente assim como o total, demonstrando que o aumento das disponibilidades aumenta o nível dos empréstimos corrente, não correntes assim como o total. Confirmam a pouca aplicabilidade da teoria da Hierarquização das fontes de financiamento, que defende que quanto maior forem os fundos gerados internamente menor será a utilização de empréstimos.

A teoria *Market Timing* foi testada através do rácio *Market to Book*. Verificou-se a existência de uma relação não estatisticamente significativa entre este rácio e os empréstimos corrente, não correntes, assim como o total. Dessa forma não foi possível confirmar se os gestores temporizam o mercado de ações, diminuindo a utilização de empréstimos, quando o valor das ações da empresa se encontram sobreavaliadas, tal como defendido pela teoria.

Tendo presente o objetivo principal do presente trabalho que visou testar a aplicabilidade das teorias do Efeito Fiscal, do Trade off, dos Custos de Agência, da Hierarquização das fontes de financiamento, da Sinalização e do Market Timing nas empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa durante o período 2010-2014, podemos concluir que as teorias da Sinalização e a dos Custos de Agência foram as que deram maiores indícios de conseguir explicar as decisões de estrutura de capitais das empresas que constituem a amostra. Estas teorias foram as únicas em que se confirmaram as duas hipóteses formuladas para testar a sua aplicabilidade. Assim como as variáveis utilizadas para testar as respetivas teorias estiveram entre as que apresentaram maior capacidade explicativa da variabilidade do nível dos empréstimos corrente, não corrente, assim como o total.

Limitações e recomendações para pesquisas futuras

Entre as limitações do presente trabalho, destaca-se a reduzida dimensão da amostra, do período de tempo, assim como o facto de se não ter dividido a amostra por setores de atividade. Dessa forma, para pesquisas futuras sugere-se a utilização de uma amostra maior, tal como um período de tempo superior ao utilizado e a separação por setores de atividade de modo a se obter resultados mais sólidos.

Referências Bibliográfica

(s.d.).

Wald, J. K. (1999). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison. *Journal of Financial Research* , 22(2), 161-187.

Wijst, v. D., & Thurik, R. (1993). Determinants of Small Firm Debt Ratios: An Analysis of Retail Panel Data. *Small Business Economics* , 5, 55-65.

Vieira, E. (2012). Dterminantes da estrutura de capital das empresas portuguesas cotadas. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão* , 38-51.

Voutsinas, K., & Werner, R. (2011). Credit supply and corporate capital structure: evidence from Japan. *International Review of Financial Analysis* , 20, 320-334.

Augusto, M. A. (2006). *Política de Dividendos e Estrutura de Capital – Respostas e Dúvidas do Estado da Arte*. Imprensa da Universidade de Coimbra.

Adizes, I. (1993). *Os Ciclos de Vida das Organizações – como e por que as Empresas Crescem e Morrem e o que Fazer a Respeito*, 2ª ed. São Paulo: Pioneira.

Afonso, A. (2011). *O financiamento e a estrutura de capitias das empresas. Uma composição entre os países do sul da Europa e os países da escandinávia*. Dissertação de Mestrado em Gestão registada à Universidade de Evora, Evora.

Aggrawal, P., & Gup, B. (1996). Product Life Cycle: A paradigm for understanding financial management. *Financial Management* , 6, 20, 41-48.

Akerlof, G. A. (1970). The market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Finance V. 84 n°3* , 488-500.

Akdal, S. (2010). *How do Firms Characteristics Affect Capital Structure? Some UK Evidence*. Working Paper Series: Social Science Research Network.

Andrews, K. R. (1980). *The Concept Of Corporate Strategy*. New York: Richard D. Irwin.

Anibal, S. (Ed.). (s.d.). *Publico*. Obtido em 12 de dezembro de 2014, de Economia P: www.publico.pt

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance, Vol. LVII* , 1-32.

Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management* , 18, 1, 26-35.

Barton, S. L., & Gordon, P. (1987). Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure? *Academy of Management Review*, 12 , 67-75.

Barton, S. L., & Matthews, C. (1989). Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspetive. *Journal of Small Business Management* , 1-7.

Bowen, R. M., Daley, L., & Huber, C. (1982). Evidence on the Existence and Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage. *Financial Management* , 11, 4, 10-20.

- Brealey, R. A., & Myers, S. (1998). *Princípios de Finanças Empresarias (5ª Edição)*. McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Brealey, R., & Myers, S. (1992). *Princípios de Finanças Empresariais 3ª Edição*. McGraw-Hill de Portugal.
- Cardoso, J. (2013). *Alterações na estrutura de financiamento empresarial: consequências*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Gestão registada à Universidade de Aveiro, Aveiro.
- Chung, K. H. (1993). Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. *Journal of Business Finance and Accounting* , 20, 1, 83-98.
- Chang, C., Lee, A., & Lee, C. (2009). Determinants of Capital Structure Choice: A Structural Equation Modeling Approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance* Vol. 49, Nº 2 , 197-213.
- Chaplinsky, S., & Niehaus, G. (1993). Do Inside Ownership and Leverage Share Common Determinants? *Quarterly Journal of Business and Economics* , 34, 4, 51-65.
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring* Vol. 38, Nº 1 , 11-35.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics* , 8, 59-67.
- Constand, R. L., Osteryoung, J., & Nast, D. (1991). Asset-Based Financing and the Determinants of Capital Structure in the Small Firm. *Advances in Small Business Finance* , 29-45.
- Correia, T. (2003). *Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Finanças Empresariais registada à Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, Faro.
- E.Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32, 2, , 371-387.
- Dudley, E. (2007). Testing Models of Dinamic Trade off Theory . *SSRN Working paper* , 1-46.
- Durand, D. (1952). Costs of Debt an Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. pp. (p.215-262).
- Devos, E., Dhillon, U., agannathan, M., & Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance* , 18, 664-682.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* , 8, 3-29.
- Dias, C. (2012). *Quem ganha o conforto entre os modelos do trade off e do pecking order*. Dissertação de Mestrado em Finanças registada à Universidade do Minho, Minho.
- Dodge, H. R., & Robbins, J. (1992). An Empirical Investigation of the Organizational Life Cycle Model for Small Business Development and Survival. *Journal of Small Business Management* , 30, 1, 27-36.

- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Graduate School of Business.
- Domingues, C. (2012). *Trade-off vs pecking order: a life cycle of financing decisions*. Dissertação de Mestrado em Finanças registada á Universidade do Minho, Minho.
- F.Matias, & Batista, C. (1998). *Determinantes da Estrutura de Capital da Industria hoteleira Algarvia – O Caso dos Hotéis*. não publicado.
- Fan, D. K., & Raymond, W. (2004). What Managers Think of Capital Structure:The Evidence from Hong Kong. *Journal of Asian Economics* , 15, 817-830.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends . 15 (1), pp. 1-33.
- Fernandes, A. B., Marques, F. L., & Serrasqueiro, Z. (2010). Decisões de financiamento das micro empresas nacionais. *Revista Especial del XVI Congresso AECA* .
- Ferri, M. G., & Jones, W. (1979). Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal of Finance* , 34, 3, 631-644.
- Flannery, M. (1986). Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance* , 19-37.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliabiy important? *Financial Management* , 38, 1-37.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. (2007). Trade-off and pecking order Theories of debt. *SSRN working paper* , 1-82.
- Frank, M., & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, Nº 2 , 217-248.
- Friend, I., & Lang, L. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Financial* , 43, 2, 271-281.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management* , 11 (1), 51-69.
- Gama, A. (2000). Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas. *Associação da Bolsa de Derivados do Porto* .
- García-Teruel, P. J., & Matínez-Solano, P. (2010). Determinants of trade credit: A comparative study of European SMEs. *International Small Business Journal*, 28(3) , 215-233.
- Gomes, R. (2012). A ESTRUTURA DO CAPITAL DAS EMPRESAS:TEORIA AO LONGO DE 50 ANOS. *Economia e Empresas nº 14* , 119-143.
- Gomes, R. (2013). *A hierarquia dos determinantes da estrutura de capital em empresas portuguesas*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças registada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto.
- Graham, J. R., & Harvey, C. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60 , 187-243.

Grandes Empresas em Portugal 2008-2012 superam melhor a crise do que PME. (18 de julho de 2014). Obtido em 31 de maio de 2015, de Economia e finanças: <http://economiafinancas.com>

INSTITUTO NACIONAL DE ESTATISTICA. (s.d.). Obtido em 10 de junho de 2014, de www.ine.pt

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46 , 297-355.

Junior, F. (2012). *A estrutura do capital das PME's e das grandes empresas: uma análise comparativa*. Dissertação registada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Coimbra.

Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 , 305-360.

Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance & Accounting* , 25, 1-2, 1-27.

Kazanjian, R. K., & Drazin, R. (1989). An Empirical Test of a Stage of Growth Progression Model. *Management Science* , 35, 12, 1489-1503.

Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance* , 35, 358-371.

Leland, H. E., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2 , 371-387.

Leote, F. J., & Rita , R. S. (2011). *O impacto do factor industria e das características das empresas na determinação da estrutura de capitais: Evidências das empresas portuguesas*. Trabalho entregue à Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal.

Leote, F. J., & Rita , R. S. (2011). *O impacto do fator industria e das características das empresas na determinação da estrutura de capitais: Evidências das empresas portuguesas*. Setúbal.

Lowe, J., Naughton, T., & Taylor, P. (1994). The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies. *Managerial and Decision Economics*, 15 , 245-257.

Lopez-Gracia, J., & Aybar-Arias, C. (2000). An Empirical Approach to the Financial Behavior of Small and Medium Sized Companies. *Small Business Economics* , 14, 1, 55-63.

Novo, A. J. (2009). *Estrutura de Capitais das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*. Dissertação registada ao Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro, Aveiro.

Myers , C., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that investor don't have . 12 (2), pp. 187-221.

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3 , 575-592.

- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that investors do not have. *Journal of Financial Economics V. 13*, N^o 2 , 187-221.
- Mackie-Mason, J. K. (1990). Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? *The Journal of Finance* , 45(5), 1471-1493.
- Miller, D., & Friesen, P. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science* , 30, 10, 1161-1183.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, n^o 53, 3 , 437-447.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, n^o 48, 3 , 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* .
- Modigliani, F., & Miller , H. (1958). The cost of capital , corporation finance and teh theory of investment. 48 (3), pp. 261-297.
- Moh`d, M. A., Perry, L., & Rimbey, J. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* , 33, 3, 85-98.
- Quinn, R. E., & Cameron, K. (1983). Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence. *Management Science* , 29, 1, 33-51.
- Pereira, O. (2012). *Estudo empirico sobre os determinantes da estrutura de capital em portugal*. Dissertação de Mestrado em Ciências económicas e empresariais registada à Universidade dos Açores, Açores.
- Pinho, V. (2013). *Financiamento das PME e a sua dependência face ao crédito bancário*. Dissertação para obtenção de Grau de Mestre em Gestão registada à Universidade de Aveiro, Aveiro.
- Pinková, P. (2012). Determinants of capital structure: evidence from the czech automotive industry. *Ata Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis Vol.60* , 217–224.
- Proença, P. (2012). *Determinants of capital structure and financial crisis impact: evidence from portuguese SMEs*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Contabilidade submetida ao Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa.
- Suárez, A. S. (1996). *Decisiones Ótimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Madrid, Ediciones Pirámide, SA.
- Scott, D. F. (1972). Evidence on the Importance of Financial Structure. *Financial Management* , 1, 2, 45-50.
- Scott, D. F., & Martin, J. (1975). Industry Influence on Financial Structure. *Financial Management* , 4, 1, 67-73.
- Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics*, 34 , 33-54.

- Scott, M., & Bruce, R. (1987). Five Stages of Growth in Small Business. *Long Range Planning* , 20, 3, 45-52.
- Serrano, D. (2014). *Os impactos da atual crise financeira na estrutura de capitais das empresas portuguesas*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Gestão submetida à Universidade de Evora, Evora.
- Silva, S. A. (2013). *Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Dissertação de Mestrado em Finanças registada à Faculdade de Economia do Porto, Porto.
- Silva, S. A. (2013). *Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Porto.
- Silva, S. (2011). *Estrutura de financiamento das empresas não financeiras do PSI 20*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças registada à Escola Superior de Ciências Empresariais, Setubal.
- Silva, S. d. (2012). *Estrutura de capitais: teste às teorias do trade off versus pecking order*. Dissertação de Mestrado em Finanças registada à Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho, Minho.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* , 51(2), 219- 244.
- Sharif, B., Naeem, M., & Khan, A. (2012). Firm's characteristics and capital structure: A panel data analysis of Pakistan's insurance sector. *African Journal of Business Management Vol.6* , 4939-4947.
- Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2002). Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis. *International Journal of the Economics of Business* , 9, 3, 375-399.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, Vol. 50, Nº 5 , 1421-1460.
- Ramadan, A. (2009). *Determinants of Capital Structure and the Firm's Financial Performance: An Application on the UK Capital Market*. Surrey. Phd thesis, University of Surrey.
- Rebelo, S. (2003). *A estrutura de capital e o ciclo de vida das empresas*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Finanças Empresariais registada à Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, Faro.
- Rogão, M. C. (2006). *Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidência usando modelos de dados em painel*. Dissertação para obtenção de Grau de Mestre registada à Universidade da Beira, Covilhã.
- Romão, R. M. (2013). *Será que as empresas portuguesas seguem a Pecking Order na escolha das alternativas de financiamento?* Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, n. 1, , 23-40.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* , 43, 1, 1-19.

THE WORLD FACTBOOK. (s.d.). Obtido em 10 de junho de 2014, de Central Intelligence Agency : www.cia.gov

Thies, C. F., & Klock, M. (1992). Determinants of Capital Structure. *Review of Financial Economics* , 1, 2, 40-52.

Anexo 2- Valores variáveis independentes

Amostra	Free Cash Flow (Caixa e Equivalentes de caixa)					Dimensão (log Total do activo)					Rendibilidade					Valor de liquidação activo tangível/activo total				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ALTRI SGPS	129867635	112746939	112392485	232450518	260855007	9,07572079	9,05220275	9,0524477	9,06850013	9,09316103	0,06567074	0,02447895	0,05394194	0,05345062	0,03277252	0,42012778	0,40806701	0,37589378	0,31973115	0,31009372
CIMPOR	659678000	610430000	837717000	691116000	723868000	9,73117603	9,71908373	9,85061591	9,80965027	9,81643142	6,4714E-05	0,0523819	0,02363338	0,0124216	0,01180277	0,4063838	0,42278899	0,31383872	0,43006381	0,41959597
COFINA	25179147	39167961	15741207	10316267	12658992	8,34191413	8,24081103	8,15356174	8,13732421	8,12874216	0,01416007	0,07677814	0,06952603	0,06627316	0,07354563	0,04894781	0,05491937	0,57413093	0,05231797	0,43741244
CORTICEIRA AMORIM	33312000	21681000	39015000	7788000	6036000	8,74955545	8,78179342	8,80872871	8,79748013	8,79058088	0,06466444	0,06637766	0,07446172	0,07892308	0,08657599	0,29982235	0,28488487	0,28287971	0,29437102	0,2962089
EDP RENOVAVEIS	500639000	219922000	245837000	255462000	368623000	10,1084009	10,1158726	10,1239161	10,1176596	10,1558314	0,00941142	0,00908739	0,01368887	0,01723901	0,01357095	0,77769025	0,80063712	0,79213114	0,79033568	0,76926031
F RAMA SGPS	26730301	16112789	11769276	11662934	16366816	8,26981032	8,26454994	8,22453249	8,23848302	8,26497967	0,03952785	0,05040394	0,05882279	0,05120845	0,06246445	0,02863652	0,02744456	0,02730722	0,03113461	0,02795913
GALP ENERGIA	188033000	298426000	1886723000	1504324000	1143982000	9,96199635	10,00669378	10,1432826	10,1372774	10,1210809	0,06817958	0,05821504	0,04032441	0,02732555	0,00499379	0,39166887	0,40957875	0,32281663	0,33334983	0,38230772
MEDIA CAPITAL	23578879	11812544	10790484	5236666	2895587	8,60939603	8,57680333	8,5456557	8,52454615	8,52119311	0,05456402	0,02750899	0,05695412	0,06151621	0,07487784	0,0753292	0,07683066	0,0615341	0,05187126	0,04895565
NOS SGPS	264645614	407362000	308251000	74380000	21070000	9,21267139	9,25178685	9,20708287	9,4668048	9,47069429	0,02794745	0,02779777	0,03405748	0,0094516	0,03121149	0,3912543	0,36241152	0,39234354	0,37435855	0,38626409
NOVABASE, SGPS	28088000	27157000	40452000	32942000	20714000	8,15600367	8,14510344	8,34035685	8,33183002	8,32315718	0,11395057	0,01512831	0,05543123	0,03904648	0,02592015	0,06867756	0,04362536	0,03243117	0,028950502	0,02646659
REN	138598000	69407000	61246000	167987000	114258000	9,64938384	9,65066443	9,67080129	9,72042628	9,69238463	0,03735431	0,04019917	0,03810071	0,03517323	0,03833352	0,00026925	0,00010908	0,00017648	0,00018454	0,00013848
SEMAPA	265091311	415697575	413676080	649479098	602971772	9,55262559	9,57812974	9,62613088	9,62994035	9,61327555	0,06674763	0,05964197	0,05711017	0,03566212	0,02976737	0,5919927	0,54040806	0,54427281	0,49279707	0,48962587
J MARTINS SGPS	303927000	530155000	376152000	14205000	49413000	9,61899122	9,65140237	9,68957282	9,6063907	9,71369387	0,09108584	0,10455466	0,09949881	0,10135793	0,08290257	0,52724511	0,53513677	0,53142129	0,53417869	0,53617523
GLINTT	2678168	4166266	4646595	4314993	1351525	8,35173108	8,33745627	8,33558818	8,34647845	8,33843728	0,02451183	0,01104623	0,0104917	0,01144316	0,01013262	0,01379662	0,01702318	0,0154261	0,01349902	0,03498088
MOTA ENGIL	200626102	234220106	271778737	306180000	322539000	9,53859462	9,54707249	9,5561515	9,57763618	9,59788827	0,02555566	0,02562221	0,03085616	0,03582471	0,03097915	0,16465033	0,16018988	0,17045686	0,18301736	0,19477752
PORTUCEL	133958910	267431715	329368449	524293683	499552853	9,42602555	9,45041188	9,43528441	9,45198201	9,43269543	0,09663885	0,08875626	0,09928551	0,07786836	0,06798541	0,60146995	0,54220936	0,51340169	0,46678733	0,46157385
SONAECON	68577903	189350054	62419042	188014923	182010595	9,26994931	9,30903552	9,2789647	9,08886231	9,03974702	0,03120387	0,03596639	0,04133416	0,0037329	0,01337942	0,31815852	0,28620649	0,30658112	0,000450682	0,00246061

Amostra	Valor de mercado (número de ações emitidas -ações próprias)* Preço das ações					Imposto sobre o rendimento					Liquidez Geral (Ativo Corrente/Passivo Corrente)					Oportunidades de crescimento (Ratio Market to book)				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ALTRI SGPS	174105506,6	246158006,4	325749095,1	459494945,3	503941941,6	16643436	2436669	8661291	9917299	3223068	0,80364939	0,64287256	0,08525522	1,002686894	0,82001327	1,51182703	1,74874545	1,77107902	1,90023301	1,87076038
CIMPOR	3407040000	3573024000	2325120000	1780800000	788928000	96771000	76514000	116073000	95458000	47759000	1,08920424	1,43517627	1,41062091	2,12857415	2,01095397	1,52766238	1,71422321	1,51679148	1,80323038	0,80635247
COFINA	70770426,84	77950035,36	60411277,4	51385483,84	46257192,04	2138778	8417398	5654732	4290533	3643963	0,54425141	0,38379828	0,29189811	0,56747075	0,58607265	8,93327098	6,55287358	4,09891421	2,84861808	2,38120246
CORTICEIRA AMORIM	147668665,5	170386926,3	200985660,8	277577631	379314228,8	14461000	13747000	16203000	18551000	16776000	1,378999	1,74994382	1,68596957	1,6640255	1,7634501	0,54988426	0,60358397	0,68073966	0,91993236	1,20200992
EDP RENOVAVEIS	3785817423	4126017606	3480509566	3367981813	4713953307	37759000	28038000	46039000	56907000	16399000	0,9755337	0,82216513	0,80828206	0,89559929	0,8082239	0,70192078	0,75655036	0,59805252	0,54829138	0,74461108
F RAMA SGPS	18718265,07	16154119,17	16500279,51	31846693,32	60001016,4	2243520	2858792	3691509	2649752	3409836	1,06321881	1,05438947	1,05472715	0,96218828	0,98855216	0,41440201	0,32247438	0,31344607	0,56146845	0,95474886
GALP ENERGIA	11891454106	9436872226	9751987468	9880521316	6991412104	166437000	149092000	170585000	135829000	154073000	1,06714272	0,94173725	1,66543725	1,98424247	2,28752794	4,47043113	3,20823274	1,45422387	1,54000694	1,08820478
MEDIA CAPITAL	235791772,2	115783056,6	84513180	98035288,8	126769770	8624284	8420888	8067384	6908265	8387787	0,57789086	0,64874308	0,74242904	0,75880633	1,06739439	1,8260029	1,35119934	0,67025236	0,76275074	0,3938164
NOS SGPS	1047819649	717106083,6	916825055,9	2779693189	2684311914	9347064	14787000	17978000	16433000	17179000	1,33274463	0,89845336	0,83197144	0,5967265	0,42466106	1,48820521	3,05133347	4,1819474	2,62182523	2,53205919
NOVABASE, SGPS	87564777,9	6357612,03	70515879,4	80417858,4	69396475,03	2628000	884000	2376000	693000	857000	1,6671915	1,70098813	1,76190425	1,64293158	1,50589297	1,90494872	0,61851482	0,63407858	0,78783881	0,69908203
REN	1367706055	118550301	1089393776	1186405485	1275465414	56335000	59250000	54650000	56721000	50953000	0,53198474	0,56250639	0,25864877	0,80511055	0,654144	1,3383952	1,07818416	1,06014646	1,09896522	1,12319697
SEMAPA	934683411,6	608189603,9	642312634,3	919218239,2	1067707312	63918087	56632701	70899615	39359644	30082303	1,41655876	1,45330814	1,22897432	1,82100718	1,06398962	0,7513885	0,43862582	0,56784543	0,75968901	0,86532616
J MARTINS SGPS	7046632909	7905702488	9175139612	8933192437	5237999224	79056000	111183000	120577000	110839000	103729000	0,40652698	0,46349596	0,46458211	0,43045522	0,44429896	6,25297473	5,56079573	6,10891589	5,8031634	5,13645328
GLINTT	31306632,48	10435544,16	9565915,48	20001459,64	16001167,71	1736255	1226484	897357	1043021	712563	0,90544397	0,9045229	0,87518155	0,76222746	0,64112108	0,26866873	0,08915922	0,08066233	0,16767824	0,13258993
MOTA ENGIL	337497506,6	200380017,1	303268273,2	83648848,1	544535584,4	1896791	9212542	37037013	46714000	39643000	0,95780666	0,94309457	0,93548202	0,99812547	1,09623285	0,70205225	0,48274002	0,38559972	1,496036	0,9421265
PORTUCEL	1612543682	1290287318	1545377423	2054565414	2211975933	47157088	54057904	59316756	9519615	2654912	1,36137407	1,42449815	1,43362609	2,62774635	1,53977436	1,23708478	0,7290377	1,04538381	1,38838316	1,52616629
SONAECON	481937189,9	434000026,6	536012154,2	926576268,9	443365083,4	16749346	10955640	3141032	304173	689789	0,74188258	0,78318681	0,60856566	7,53903265	5,16211547	0,49416683	0,41955653	0,49482171	0,81510314	0,43302458

Anexo 1-Valores variáveis dependentes

Amostra	Empréstimos Bancários e Outros Empréstimos Corrente					Empréstimos Bancários e Outros Empréstimos Não Correntes					Total Empréstimos Bancários e Outros Empréstimos				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
ALTRI SGPS	181627687	284780228	184871221	292412940	398725252	687633733	511753011	558556055	513582797	382114431	869261420	796533239	743427276	805995737	780839683
CIMPOR	934629000	553579000	201450000	104873000	169997000	1253345000	1634525000	3818551000	4020399000	4115219000	2187974000	2188104000	4020001000	4125272000	4285216000
COFINA	145306469	119051530	75888651	24908297	28229214	19985593	0	13000000	58041611	49274676	165292062	119051530	88888651	82949908	77503890
CORTICEIRA AMORIM	148437000	107206000	148313000	121434000	111376000	15399000	72690000	65590000	44071000	37758000	163836000	180195000	213903000	165505000	149134000
EDP RENOVAVEIS	207647000	135054000	209505000	145018000	185489000	3325943000	3691068000	3628765000	3520859000	3716434000	353539000	3826122000	3838270000	3665877000	3901923000
F RAMA SGPS	47076392	40930631	35993297	34965348	35895171	57387674	54421000	50522540	47110488	43350732	104646066	95351667	86515837	90275836	79505923
GALP ENERGIA	616462000	1528491000	1105594000	373320000	303245000	2412024000	2274069000	2477329000	3303722000	336119000	3028486000	3802560000	3582923000	3677042000	3664364000
MEDIA CAPITAL	78977739	34904519	27056172	33241328	15062628	32668133	81656889	86318567	77565851	103656212	111645872	116561408	113374739	110807179	118718840
NOS SGPS	92577453	499961000	363254000	213431000	503508000	973044728	729424000	721219000	928239000	616526000	1065622181	1229385000	1084473000	1141670000	1120034000
NOVABASE_SGPS	5333000	5279000	5246000	6202000	5561000	7879000	1028000	11287000	13024000	8376000	1332000	17307000	16533000	19226000	13937000
REN	347133000	53587000	117040000	250325000	396952000	1910650000	2354032000	1535495000	2430159000	2207514000	2257784000	2407619000	2705895000	2680048000	2604466000
SEMAPA	130312353	251991062	333104559	227691887	712556265	1253520460	1156533619	1681677879	1895951695	1276083559	1383832813	1408524681	2014782438	2123643582	1988639824
J MARTINS SGPS	219217000	354672000	146246000	324716000	340925000	634812000	385533000	570825000	369073000	373877000	853399000	740225000	717071000	693789000	714802000
GUINTT	24374517	32081024	26502841	24395509	31004040	23634263	25867422	27979710	29033479	23349288	48008780	57948446	54482551	53428988	54353328
MOTA ENIGL	518365727	567028838	631699304	583844000	552260000	697006119	671951383	490539261	747503000	996857000	1215375346	1238980221	122232285	1331347000	1549117000
PORTUGAL	91250000	164085292	219744552	59702381	304735140	729669097	566813031	473259873	771632455	468458255	820946907	730898323	693004395	831334836	773193395
SONAEUCOM	91250000	164085292	219744552	59702381	304735140	729669097	566813031	473259873	771632455	468458255	820946907	730898323	693004395	831334836	773193395

Anexo 3- Resultado análise de Correlação

Amostra	Valor de mercado (numero de ações emitidas x preço da ação)			Imposto sobre o rendimento			Líquido Geral (Ativo Corrente/Passivo Corrente)			Oportunidades de crescimento (Rácio Market to book)			Free Cash Flow (Caixa e Equivalentes de caixa)			Dimensão (log Total do ativo)			Valor de liquidação: ativo tangível/ativo total			Rentabilidade		
	Empresimos Bancarios e Outros Empresimos Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Empresimos Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros	Empresimos Bancarios e Outros Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros	Empresimos Bancarios e Outros Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros	Empresimos Bancarios e Outros Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros	Empresimos Bancarios e Outros Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros	Empresimos Bancarios e Outros Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros	Empresimos Bancarios e Outros Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros	Empresimos Bancarios e Outros Corrente	Empresimos Bancarios e Outros Não Correntes	Total Empresimos Bancarios e Outros
ALTRI SGPS	0,76200368	-0,83666989	-0,49822608	-0,7117054	0,85440642	0,648371494	0,58822217	-0,147806657	0,648919388	0,694216728	-0,053642021	-0,767889144	0,806602253	-0,683151443	-0,052717345	0,597517928	-0,356409563	0,338892793	-0,73368257	0,776010927	0,417845123	-0,700802482	0,74856211	0,414709838
CIMPOR	0,793704861	-0,90069768	-0,916677922	0,120731173	-0,097871772	-0,088989538	-0,832169670	0,796788538	0,76847051	0,286739879	-0,361194588	-0,403861580	-0,547613514	0,675998997	0,70562138	-0,02885882	0,936873009	0,939807001	0,157882152	-0,22412899	-0,241148381	-0,002058437	-0,208648452	-0,28878074
COFINA	0,500126302	-0,884393623	0,756153065	0,002316849	-0,507786224	-0,233889252	-0,327541572	0,772038897	0,08970438	0,975738901	-0,673780271	0,980387953	0,795780136	-0,025971172	0,615352254	0,934065454	-0,556875367	0,99794959	-0,38654555	0,016621584	-0,501513015	-0,614544184	0,080399915	-0,044040779
CORTICEIRA AMO	-0,580847772	-0,116489933	-0,51945058	-0,767854957	-0,118180629	-0,105166984	-0,713554099	0,747133229	0,121657599	-0,510624776	-0,140223376	-0,543297318	0,800778891	0,10380672	0,742867718	-0,195425358	0,673141376	0,47086694	0,064855883	-0,955320013	-0,833883882	-0,370844837	-0,022721244	-0,32068773
EDP RENOVAVEIS	-0,035643731	0,58007723	0,529246688	-0,0542632	-0,474397248	-0,534424238	0,190734167	-0,971977275	-0,59411891	-0,036196324	0,261628426	0,288406873	0,601698804	-0,674881106	-0,514807282	0,129907851	0,652222854	0,738623481	-0,54363785	0,191240638	0,076492615	-0,118498954	0,153137546	0,133843394
F RAMA SGPS	-0,467556658	-0,838137802	-0,682853072	0,70113247	-0,573533884	-0,65849772	0,684462784	0,82918248	0,785414358	-0,393280257	-0,790875917	-0,62887708	0,527561310	0,6384502657	0,80043195	0,653321792	0,286100288	0,477606884	-0,197523254	-0,241780439	-0,228089888	-0,858622884	-0,827881944	-0,867849125
GALP ENERGIA A	0,10786528	-0,58126607	-0,707373328	0,24571471	-0,568635701	-0,562557147	-0,719558849	0,915788852	0,343436251	0,117180187	-0,687837169	-0,669482312	0,243588171	0,471420556	0,395521513	0,330086891	0,658219346	0,251089407	-0,320704159	-0,13300789	0,593827887	-0,809458836	-0,517675285	
MEDIA CAPITAL	0,07402381	-0,831620399	-0,214802941	-0,288020228	-0,208100855	-0,52388821	-0,767941338	0,788388212	0,642988831	0,897375688	-0,855192579	-0,231007644	0,945521176	-0,915362107	-0,458827382	0,877148494	-0,480151547	0,328495907	0,688214762	-0,643819542	-0,135873744	-0,262387189	0,240876621	0,008808842
NOS SGPS	0,011327849	-0,042744195	-0,069038888	0,68654213	-0,67702142	0,238861849	-0,60557388	0,693865128	-0,27765801	-0,91715555	0,316240892	-0,634580538	0,057621266	0,562661387	0,288428214	0,185028488	-0,157868883	0,15119591	-0,38488367	0,05808372	-0,967167184	-0,420558412	-0,608891507	-0,228133078
NOVABASE SGPS	0,35016651	-0,124444825	-0,244729148	-0,51018924	-0,456848813	-0,535831849	-0,376788838	0,47863672	0,745457011	-0,513355581	-0,626188894	-0,608889922	-0,016446611	0,539410371	0,494838821	0,28562321	0,658518887	0,632413144	-0,45337558	-0,47955385	-0,516475537	-0,208607195	-0,540412595	-0,532325918
REN	-0,355475407	0,083668323	-0,38480652	-0,417748819	0,264338516	-0,421073992	-0,786461928	0,808740148	-0,011712487	-0,228807637	-0,134386117	-0,777489875	-0,456888523	-0,471898675	-0,067785522	0,658358847	0,345891793	0,788887957	0,168801676	-0,407615135	-0,399505215	-0,061655885	-0,1061821438	-0,338248559
SEMAPA	0,638085489	7,85884645	0,171281399	-0,657116344	-0,052887831	-0,448368788	-0,702322762	0,517837888	0,019865436	0,432038558	0,58011233	0,4133807518	0,548498586	0,580758875	0,732867779	0,4403485938	0,768191882	0,962883888	-0,51108652	-0,28865138	-0,765884829	-0,712802835	-0,357805848	-0,767448265
J MARTINS SGPS	-0,40295466	-0,168187071	-0,251713447	0,028545541	-0,463385719	-0,088689369	0,046416688	-0,367368882	-0,664494316	-0,551983193	0,570876557	0,362616882	-0,275451041	0,378620202	0,348615623	0,214932375	-0,801441670	-0,88821095	-0,21976566	0,01219654	-0,288759482	-0,028401623	-0,1038673521	-0,246784639
glintt	-0,623883135	-0,400225302	-0,818904478	-0,4205864	-0,28832566	-0,618215917	-0,226266748	0,667757121	-0,12268883	-0,624028015	-0,40149352	-0,919748212	-0,721975799	0,807254297	0,2862856	-0,673650461	0,261883735	-0,87158481	0,638822942	-0,58238884	0,239462851	-0,538414242	-0,463485078	-0,87123948
mota engil	0,002523253	0,462351388	0,037882723	0,517789214	0,248389867	0,412890257	0,29898944	0,696562791	0,975624826	0,094980762	0,351448027	0,400723528	0,301518895	0,802611176	0,688228959	0,113548631	0,788514797	0,860586108	0,025122221	0,744934384	0,848008824	0,498866117	0,174615285	0,324757082
Portugal	0,212773278	0,08914797	0,534886816	-0,13528981	-0,148854015	-0,588356771	-0,516835788	0,580365287	0,595525514	0,154612894	0,171663371	0,642282942	0,269026753	-0,138877761	0,128660245	-0,30472821	0,186773439	-0,08654004	-0,38954948	0,281891372	0,024895714	-0,332580806	0,077486638	-0,371268818
SONAEcom	-0,618181812	0,640279165	0,513185988	-0,38644518	0,31934321	-0,12259488	-0,188878249	0,318010258	0,585788952	-0,668780812	0,786320747	0,363369318	0,688351156	0,404173892	0,223328837	-0,237488725	-0,05970789	-0,485451	-0,14957718	-0,08927454	-0,46897801	0,16532655	-0,41484716	-0,747478878

Anexo 4- Representação dos encargos financeiros sobre o RAI

Amostra	Resultado Antes de Imposto					Encargos Financeiros					Representação média dos encargos financeiros sobre os Resultados Antes de Imposto durante o período 2010-2014	
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014		
ALTRI SGPS	78179463	27605496	60865927	65283402	40613548	36156070	43885027	39904873	30985740	34506463	0,806415764	
CIMPOR	348478000	274326000	167549000	80136000	77342000	47103000	47092000	116073000	407295000	372961000	2,180876186	
COFINA	3111569	13367452	9901687	9092051	9892340	5434575	6179597	4802131	3845833	4443297	0,713198492	
CORTICEIRA AMO	36215000	40162000	47936000	49509000	53456000	4164000	6828000	7360000	8888000	6036000	0,146193539	
EDP RENOVAVEIS	120797000	118662000	182089000	226033000	194286000	305685000	305685000	351804000	370090000	351406000	2,096948503	
F RAMA SGPS	7357216	9268606	9868481	8867979	11497743	2664880	4231407	5129919	4141258	3101787	0,415151564	
GALP ENERGIA	624670000	591198000	560855000	374836000	65995000	113632000	140536000	149542000	207427000	152052000	0,708725356	
MEDIA CAPITAL	22197414	10381927	20006947	20584281	24862592	5999719	7397814	9833636	9517541	8203702	0,453339551	
NOS SGPS	46133199	49636000	54865000	27692000	92259000	36117580	43035000	42448000	50811000	55142000	0,9712279	
NOVABASE, SGPS	16320000	3121000	12137000	8555000	5455000	5371000	4626000	4721000	574000	1765000	0,518190025	
REN	166619000	179838000	178542000	178024000	188795000	98883000	111942000	145740000	162703000	131735000	0,717979402	
SEMAPA	238265641	225778047	241459502	152093808	122184467	44841506	38448290	64025464	85259838	103876737	0,406877906	
J MARTINS SGPS	378828000	468539000	486845000	503381000	428807000	68517000	30538000	31327000	38849000	34327000	0,093523646	
GLINTT	5509431	2402539	2272134	2530605	2208814	1972291	5260972	5718428	3421520	3597323	1,6090366	
MOTA ENGL	88324605	90299881	111043552	135182000	122732000	130252581	160899960	219299658	155882000	162116000	1,541092477	
PORTUCEL	257737313	250403760	270501865	219563044	184124328	20079417	16346454	16298360	14147811	34152250	0,090672029	
SONAEcom	58097553	73280837	78573081	4580453	14661702	14531097	17413177	20711843	12481203	4380363	0,754996789	
Total Empresas											0,836732106	